Konzerne im Börsenrecht

URS SCHENKER*

Inhaltsverzeichnis

Konzerne im Börsenrecht **163**

1. Der Konzern als Normalfall des Börsenrechts **164**
1.1 Kotierte Konzerne 164
1.2 Börsenrechtliche Herausforderungen für Konzerne 164

2. Offenlegung des Umfangs, der Führungsstruktur und der Geschäftstätigkeit des Konzerns **165**
2.1 Transparenz als Ziel des Börsenrechts 165
2.2 Offenlegung des Umfanges des Konzerns: Tochtergesellschaften und Beteiligungen 166
2.2.1 Kotierungsprospekt (Erstpublizität) 166
2.2.2 Offenlegung in der Jahresrechnung und im Corporate Governance-Bericht (Periodische Publizität) 167
2.2.3 Veränderungen im Bestand eines Konzerns 168
2.3 Offenlegung der Führungsstruktur 169
2.3.1 Kotierungsprospekt (Erstpublizität) 170
2.3.2 Corporate Governance-Bericht (Periodische Publizität) 171
2.3.3 Veränderungen in der Führungsstruktur; Ad hoc-Publizität 172
2.4 Tätigkeit des Konzerns 172

3. Die Erfüllung börsenrechtlicher Verpflichtungen durch Konzerne **173**
3.1 Rechnungslegung 173
3.2 Ad hoc-Publizität 176
3.2.1 Die Ad hoc-Bekanntgabepflicht bei kotierten Unternehmen 176
3.2.2 Die Erfüllung der Ad hoc-Publizitätspflicht im Konzern 185
3.3 Management-Transaktionen 187
3.3.1 Die Pflicht zur Bekanntgabe von Management-Transaktionen 187
3.3.2 Erfüllung der Meldepflicht betreffend Management-Transaktionen im Konzern 192
3.4 Meldepflicht für Beteiligungen 193
3.4.1 Börse 193
3.4.2 Erfüllung der Meldepflicht im Konzern 194
3.5 Übernahmepflicht 196
3.5.1 Die Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG 196
3.5.2 Erfüllung der Übernahmepflicht im Konzern 197

* Der Autor bedankt sich bei Dr. MARKUS WOLF für die Durchsicht des Manuskriptes und die Bearbeitung der Fussnoten.

4. Konzerne mit kotierten Tochtergesellschaften 197
4.1 Vorkommen in der Praxis..... 197
4.2 Akzentuierung der Minderheitsrechte bei kotierten Gesellschaften .. 199
Literaturverzeichnis 201

1. Der Konzern als Normalfall des Börsenrechts

1.1 Kotierte Konzerne

Eine Übersicht über die an der SIX kotierten Gesellschaften zeigt, dass fast alle kotierten Gesellschaften in dem Sinne Konzerne sind, dass sie mindestens eine Tochtergesellschaft halten, die sie im Sinne von Art. 663 OR beherrschen. Bei den meisten Gesellschaften handelt es sich entweder um Holdinggesellschaften oder um Stammhausstrukturen, wobei mindestens bei den SMI-Gesellschaften Holdingstrukturen im Vordergrund stehen.

Letztlich ist davon auszugehen, dass Börsenrecht schon allein deshalb "Konzernrecht" ist, da es in der Praxis fast nur auf Konzerne zur Anwendung kommt.

1.2 Börsenrechtliche Herausforderungen für Konzerne

Das Gesellschaftsrecht anerkennt den Konzern nicht als einheitliches Rechtssubjekt, sondern geht davon aus, dass jede Gesellschaft – auch wenn sie zu 100% von einer anderen beherrscht wird – ein selbständiges Rechtssubjekt ist. Von diesem Prinzip der rechtlichen Selbständigkeit wird im Gesellschaftsrecht nur in Ausnahmefällen abgewichen, wenn die Berufung auf die rechtliche Selbständigkeit geradezu rechtsmissbräuchlich ist und deshalb die Voraussetzungen für einen Durchgriff gegeben sind. Damit besteht im Gesellschaftsrecht immer ein Gegensatz zwischen der rechtlichen Betrachtung, welche auf die einzelnen Gesellschaften eines Konzerns abstellt, und der wirtschaftlichen Betrachtung, die den Konzern als unternehmerische Einheit sieht[1].

[1] Vgl. etwa DRUEY/DRUEY/GLANZMANN, § 1 N 90-97; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 60 N 25.

Wie im Weiteren zu zeigen ist, geht das Börsenrecht anders als das Gesellschaftsrecht von der wirtschaftlichen Betrachtung des Konzerns als Einheit aus; börsenrechtliche Pflichten müssen von den kotierten Gesellschaften immer für den ganzen Konzern und nicht nur für die oberste Gesellschaft des Konzerns erfüllt werden. Börsenrecht basiert in diesem Sinne auf einem "regulatorischen Durchgriff" und betrachtet den Konzern als einheitliches Gebilde, auch wenn nur die Aktien der Konzernholding bzw. des Konzernstammhauses kotiert sind.

2. Offenlegung des Umfangs, der Führungsstruktur und der Geschäftstätigkeit des Konzerns

2.1 Transparenz als Ziel des Börsenrechts

Art. 1 BEHG, der Zweckartikel des Börsengesetzes, hält fest, dass der hauptsächliche Zweck des Börsenrechtes darin besteht, für die Anleger Transparenz zu schaffen[2]; die gleiche Zwecksetzung findet sich auch in Art. 1 KR[3]. In diesem Sinne sollen den Anlegern alle relevanten Informationen zur Verfügung gestellt werden, die für die Bewertung eines kotierten Unternehmens bzw. für die Analyse der mit einem derartigen Unternehmen verbundenen Risiken notwendig sind. Ziel ist es einerseits die Anleger auf individueller Basis zu schützen, indem sie ihre Entscheide in vollständiger Kenntnis aller relevanten Informationen treffen können[4]. Im Sinne des Institutionsschutzes soll die vollständige Information der Anleger aber auch sicherstellen, dass sich ein effizienter Markt entwickelt, bei dem die Kurse den tatsächlichen Wert der kotierten Unternehmen widerspiegeln[5]. Die beiden Ziele von Anleger- und Institutionsschutz ergänzen sich insofern, als in einem effizienten Markt auch die Anleger geschützt werden, welche die offengelegten Informationen nicht verarbeiten – auch sie kaufen die betreffenden Wertpapiere zum "richtigen" Preis, d.h. zum

---

2 Zu den Zielen des BEHG ZOBL, Kommentar Börsengesetz N 30 ff. zur Einleitung und N 12 ff. zu Art. 1 BEHG; BasK-WATTER, N 9 ff. zu Art. 1 BEHG.

3 Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange.

4 HSU, S. 14 f.; NOBEL, S. 129 f.

5 HSU, S. 14 f.

Preis, den die professionellen Marktteilnehmer aufgrund der Verarbeitung aller zugänglichen Informationen als richtig beurteilen[6].

2.2 Offenlegung des Umfanges des Konzerns: Tochtergesellschaften und Beteiligungen

Bei kotierten Konzernen bezieht sich das Transparenzerfordernis entsprechend des oben dargestellten Grundsatzes des "regulatorischen Durchgriffs" immer auf den gesamten Konzern. In diesem Sinne müssen insbesondere der Umfang des Konzerns, die Grundzüge seiner Führungsstruktur und auch seine gesamte Geschäftstätigkeit offengelegt werden.

2.2.1 Kotierungsprospekt (Erstpublizität)

Gemäss Art. 27 KR muss ein Emittent bei der Kotierung von Effekten einen Kotierungsprospekt veröffentlichen, der die Angaben enthält, die notwendig sind, um einem sachkundigen Anleger ein begründetes Urteil über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu gestatten. Die Informationen, die der Prospekt für Kotierung von Aktien enthalten muss, werden im Einzelnen in Schema A zum Kotierungsreglement dargestellt. In 2.1.6 dieses Schemas wird festgehalten, dass bei einem Konzern die operative Konzernstruktur dargestellt werden muss. In der Praxis bedeutet dies, dass die gesamten Tochtergesellschaften einschliesslich der Höhe der Beteiligung aufgeführt und – im Normalfall durch Wiedergabe eines Organigramms – Unterstellungsverhältnisse und Gliederung des Konzerns offengelegt werden müssen. Diese Darstellung wird noch ergänzt durch den konsolidierten Abschluss, der ebenfalls Teil des Kotierungsprospektes ist[7].

Mit diesen Vorschriften ist sichergestellt, dass der Umfang des Konzerns einschliesslich nicht konsolidierter Tochtergesellschaften im Zeitpunkt der Kotierung offengelegt wird.

---

6 Vgl. SCHENKER, S. 51 f., m.w.H.
7 Vgl. Ziff. 2.7.1 Schema A zum KR.

2.2.2 Offenlegung in der Jahresrechnung und im Corporate Governance-Bericht (Periodische Publizität)

Gemäss Art. 49 KR muss ein kotiertes Unternehmen eine konsolidierte Jahresrechnung publizieren, die den Anforderungen von IFRS, US-GAAP oder – sofern das betreffende Unternehmen im *domestic standard* kotiert ist – Swiss GAAP FER entspricht[8]. Nach allen drei Rechnungslegungsstandards müssen die Gesellschaften, die in den Konsolidierungskreis fallen, sowie auch die wesentlichen nicht konsolidierten Beteiligungen im Anhang zur Jahresrechnung dargestellt werden. Sofern eine Beteiligung voll konsolidiert wird, obwohl der Konzern nur eine Minderheitsbeteiligung hält, muss die Begründung für die Konsolidierung ebenfalls im Anhang offengelegt werden. Das Gleiche gilt auch, wenn der Konzern eine Mehrheitsbeteiligung hat, die betreffende Gesellschaft aber nicht konsolidiert; auch in diesem Falle müssen die Gründe für dieses Vorgehen offengelegt werden[9].

Damit bleibt die Transparenz bezüglich des Konsolidierungskreises bzw. der wesentlichen konsolidierten und nicht konsolidierten Beteiligungen auch nach der Kotierung gewahrt; Anleger und Publikum können jederzeit die Jahresrechnung konsultieren[10], um den Umfang des Konzerns festzustellen.

Ergänzend verlangt auch Ziff. 1.1 des Anhanges zur RLCG[11], dass alle Gesellschaften, die zum Konsolidierungskreis gehören, unter Angabe von Firma, Sitz, Aktienkapital und der betreffenden Beteiligungsquote aufgeführt werden müssen, wobei allerdings *dormant companies* ohne wesentliche Nettoaktiven und Hilfsgesellschaften nicht einzeln aufzuführen sind. Typischerweise werden diese Punkte aber nicht im Corporate Governance Bericht, sondern wie oben dargestellt in den Anhängen zur Jahresrechnung aufgeführt, so dass der Corporate Governance-Bericht üblicherweise nur auf diese Stellen verweist[12].

---

8 Vgl. hierzu Art. 6 der Richtlinie der SIX Swiss Exchange vom 21. April 2011 betreffend Rechnungslegung (RLR) sowie im Einzelnen Ziff. 3.1 hinten.

9 Vgl. MEYER, S. 279 ff. (für Swiss GAAP FER).

10 Diese muss gemäss Art. 13 Abs. 1 RLR jederzeit auf der Homepage des Emittenten verfügbar sein.

11 Richtlinie der SIX Swiss Exchange vom 29. Oktober 2008 betreffend Informationen zur Corporate Governance.

12 Vgl. beispielsweise Ziff. 1.1 des Corporate Governance-Berichts 2011 der Nestlé SA, abrufbar unter www.nestle.com.

2.2.3 Veränderungen im Bestand eines Konzerns

Wie oben dargestellt, muss der Umfang des Konzerns im Rahmen der periodischen Publizität in den konsolidierten Jahresrechnungen dargestellt werden. Diese Jahresrechnungen vermitteln natürlich nur eine Momentaufnahme bezüglich des Bestandes des Konzerns am jeweiligen Bilanzstichtag. Wesentliche Veränderungen der Zusammensetzung eines kotierten Konzerns müssen aber auch zwischen den Bilanzstichtagen gemeldet werden:

- **Ad hoc-Publizität**
  Art. 53 KR sieht vor, dass kotierte Unternehmen die Anleger über alle Tatsachen informieren müssen, die im Tätigkeitsbereich des Unternehmens eingetreten und nicht öffentlich bekannt sind, sofern diese Tatsachen kursrelevant sind, d.h. zu einer erheblichen Kursveränderung führen können[13]. Als kursrelevant gelten unter anderem Strukturveränderungen durch Erwerb oder Veräusserung wesentlicher Tochtergesellschaften oder Unternehmensbestandteile, sofern diese erhebliche Auswirkungen auf Ertrag oder Umsatz des Gesamtunternehmens haben[14]. Im Weiteren sind auch alle wesentlichen Restrukturierungen und Reorganisationen, bei denen die Geschäftstätigkeit neu gestaltet wird, zu melden. Aufgrund dieser Bestimmung muss ein kotierter Konzern jeden Erwerb und auch jede Veräusserung einer Tochtergesellschaft im Rahmen einer ad hoc-Meldung offenlegen, wenn die betreffende Tochtergesellschaft einen wesentlichen Anteil zum Umsatz bzw. Ertrag des Konzerns erbringt. Was als wesentlich zu betrachten ist, ergibt sich aus der Optik des Anlegers, da eine Information dann als kursrelevant gilt, wenn sie Grund für eine Entscheidung eines Anlegers zum Kauf oder Verkauf von Aktien ist[15]. In der Praxis hat sich eingebürgert, dass Erwerb und Veräusserung von Tochtergesellschaften immer gemeldet werden, wenn sich dadurch Umsatz oder Ertrag um mindestens 2-3% ändern. Nach den oben dargestellten Grundsätzen sind aber nicht nur der Erwerb und die Veräusserung von Tochtergesellschaften zu melden, sondern auch Umstrukturierungen, sofern diese Auswirkungen auf

[13] Zu diesem Begriff Ziff. 3.2.1 hinten.
[14] Vgl. SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 53.
[15] Vgl. SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 86.

den Umsatz oder Ertrag haben, den der Konzern erzielt[16]. Umstrukturierungen von Tochtergesellschaften müssen allerdings nicht gemeldet werden, wenn sie nur zu formellen Änderungen in der Beteiligungsstruktur führen, aber keinerlei Auswirkungen auf den Gesamtumsatz oder Ertrag haben[17].

- **Offenlegung des Erwerbs kotierter Beteiligungen**
  Gemäss Art. 20 BEHG müssen Personen, die Beteiligungspapiere kotierter Unternehmen erwerben und deren Anteil an den gesamten Stimmrechten der betreffenden Gesellschaft 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33⅓%, 50% oder 66⅔% erreicht bzw. überschreitet, diese Tatsache melden; die gleiche Meldepflicht besteht auch, wenn ein Anteil, der über einem dieser Grenzwerte liegt, durch Veräusserungen verringert wird[18]. Die kotierten Gesellschaften unterstehen wie alle anderen juristischen und natürlichen Personen der Meldepflicht[19] und müssen dementsprechend Meldung erstatten, wenn sie Beteiligungen an anderen kotierten Unternehmen auf- bzw. abbauen. In diesem Sinne werden Veränderungen der Beteiligungen an kotierten Tochtergesellschaften immer zeitnah gemeldet, sobald eine Veränderung dazu führt, dass einer der oben erwähnten Grenzwerte über- bzw. unterschritten wird.

Dies zeigt, dass Bestandsveränderungen in Konzernen, die für Anleger wesentliche Bedeutung haben, rasch und lückenlos offengelegt werden müssen, so dass Anleger auf derartige Meldungen reagieren können.

2.3 Offenlegung der Führungsstruktur

Konzerne weisen im Allgemeinen eine einheitliche Führungsstruktur auf; die Geschäftsleitung der Konzernobergesellschaft ist gleichzeitig Konzernleitung des Konzerns und führt diesen als einheitliches Unternehmen, wobei mindestens bei grösseren Konzernen mehrere Führungsstufen un-

16 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 53.

17 Z.B. die Fusion zweier Tochtergesellschaften ohne Änderung der geschäftlichen Tätigkeit bzw. der Aussenumsätze oder Aufspaltung einer bestehenden Tochtergesellschaft in mehrere Tochtergesellschaften ohne Veräusserung an Dritte und ohne Veränderung der Aussenumsätze.

18 Zu dieser Meldepflicht im Einzelnen Ziff. 3.2.1 hinten.

19 Ziff. 3.4 hinten.

terhalb der Konzernleitung tätig sind. Ein Überblick über die kotierten Gesellschaften zeigt, dass es dabei sehr unterschiedliche Führungsstrukturen gibt: Einige Unternehmen sind hierarchisch, nach Tätigkeiten- bzw. Produktgruppen oder auch nach geographischen Gebieten gegliedert, andere weisen Matrixstrukturen oder Mischformen von Linien und Matrixstrukturen auf, wobei auch die Anzahl der Führungsebenen sehr unterschiedlich ist.

Der Verwaltungsrat der kotierten Konzernobergesellschaft nimmt die in Art. 716a OR beschriebenen Funktionen des Verwaltungsrates für den gesamten Konzern wahr, d.h. überwacht insbesondere die Konzernleitung und nimmt die strategische Führung des Konzerns wahr. Die Verwaltungsräte der Tochtergesellschaften haben zwar ebenfalls gesetzliche Pflichten aus Art. 716a OR, nehmen typischerweise aber keine echte Führungs- und Aufsichtsfunktion wahr, sondern setzen die Konzernstrategie bzw. die operativen Entscheide der Konzernleitung um und gliedern sich in das Aufsichtssystem der Gesellschaft ein[20].

Dies zeigt, dass für die Führung des Konzerns in der Praxis vor allem der Verwaltungsrat der Konzernobergesellschaft und die Geschäftsleitung dieser Gesellschaft, d.h. die Konzernleitung, wesentlich sind. Informationen zu diesen beiden Führungsebenen, die auch für Anleger eine Bedeutung haben, müssen daher börsenrechtlich offengelegt werden.

2.3.1 Kotierungsprospekt (Erstpublizität)

Gemäss Ziff. 2.2 Schema A zum KR müssen die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Konzernleitung im Prospekt aufgeführt werden, wobei ihre Position und Tätigkeit im Unternehmen beschrieben werden müssen und auch Angaben zum Lebenslauf und zu allfälligen Tätigkeiten und Interessenbindungen gemacht werden müssen.

Angaben über nachgeordnete Führungsebenen, d.h. Führungskräfte, die unterhalb der Konzernleitung tätig sind, müssen dagegen nicht gemacht werden und es muss auch kein Organigramm mit Führungsstrukturen offengelegt werden.

[20] Vgl. BAUEN/BERNET, N 669 f.; BÖCKLI, § 11 N 277–290; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 60 N 33–38.

2.3.2 Corporate Governance-Bericht (Periodische Publizität)

Gemäss Art. 6 der RLCG muss eine kotierte Gesellschaft in einem separaten Kapitel ihres Jahresberichtes Angaben zu ihrer Corporate Governance machen. Dabei sind sämtliche Informationen offenzulegen, die im Anhang zu dieser Richtlinie aufgeführt werden.

Ziff. 3 des Anhanges zur RLCG verlangt eine eingehende Darstellung des Konzernverwaltungsrates; insbesondere müssen die einzelnen Mitglieder des Verwaltungsrates unter Angabe von Nationalität, Ausbildung, beruflichem Hintergrund und Amtsperiode aufgeführt werden. Zusätzlich muss auch die interne Organisation des Verwaltungsrates beschrieben werden, wobei die Aufgabenteilung unter den einzelnen Mitgliedern sowie Kompetenzen und die personelle Zusammensetzung der Ausschüsse dargestellt werden müssen. Auch die Kompetenzregelung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung einschliesslich der Ausgestaltung der Informations- und Kontrollinstrumente des Verwaltungsrates gegenüber der Gesellschaft müssen im Einzelnen beschrieben werden.

Im Weiteren müssen die Mitglieder der Konzernleitung aufgeführt werden, wobei ebenfalls Funktion, Ausbildung und beruflicher Hintergrund dargestellt werden müssen – wie beim Verwaltungsrat gehen allerdings die meisten kotierten Gesellschaften weiter und publizieren kurze Lebensläufe der betreffenden Personen[21]. Überdies sind auch zusätzliche Tätigkeiten ausserhalb des Unternehmens und allfällige Interessenbindungen offenzulegen.

Diese Informationen über Verwaltungsrat und Konzernleitung geben dem Aktionär einen guten Überblick über die Personen, die für die Führung des Konzerns auf strategischer bzw. operativer Ebene wesentlich sind. Nachgeordnete Führungsebenen sowie Verwaltungsräte von Tochtergesellschaften müssen dagegen im Corporate Governance-Bericht nicht offengelegt werden und auch die Organisationsprinzipien, d.h. die Anzahl der Führungsebenen und die Aufteilung der Führungsstruktur nach einzelnen geographischen oder sachlichen Bereichen, müssen ebenfalls nicht erläutert werden. Dass auf diese Informationen verzichtet wird, ist sachlich gerechtfertigt, da diese Punkte für die Investitionsentscheide von Anlegern in der Praxis keine Bedeutung haben.

---

[21] Der vorne zitierte Corporate Governance-Bericht der Nestlé SA z.B. führt unter Ziff. 3.1 bzw. 4.1 eine Internetadresse auf, unter welcher die Lebensläufe der Mitglieder des Verwaltungsrats und der Konzernleitung aufgerufen werden können.

2.3.3 Veränderungen in der Führungsstruktur; Ad hoc-Publizität

Zu Informationen, die gemäss Art. 53 KR offengelegt werden müssen, gehören auch Veränderungen im Verwaltungsrat und der Konzernleitung. So sind insbesondere Rücktritte aus dem Verwaltungsrat oder der Konzernleitung sowie andere Veränderungen der Konzernleitung, die sich aus Beförderungen und Herabstufung bzw. Entlassungen und Neuanstellungen ergeben, sofort nach den Vorschriften über Ad hoc-Publizität offenzulegen[22]. Die SIX geht davon aus, dass es dabei nicht auf die individuelle Bedeutung des betreffenden Konzernleitungsmitgliedes ankommt, sondern dass die Ad hoc-Publizitätspflicht durch jede Änderung in Konzernleitung oder Konzernverwaltungsrat ausgelöst wird.

Veränderungen auf Führungsebenen unterhalb der Konzernleitung müssen dagegen grundsätzlich nicht offengelegt werden. Eine Offenlegung ist höchstens angezeigt, sofern die betreffende Person einen wesentlichen Einfluss auf das Geschäft bzw. seinen Erfolg hat[23]; dies kann z.B. zutreffen, wenn in einem Software- oder Pharmaunternehmen der Chef der Forschungs- und Entwicklungsabteilung wechselt, sofern seine Aktivitäten eine grosse Bedeutung für das Unternehmen haben.

2.4 Tätigkeit des Konzerns

Auch bezüglich der Darstellung der Tätigkeit kotierter Gesellschaften geht das Börsenrecht vom Konzern als einheitliches Unternehmen aus. Im Kotierungsprospekt müssen gemäss Ziff. 2.3 Schema A zum KR alle Angaben über die Geschäftstätigkeit und die Vermögensverhältnisse der kotierten Gesellschaft auf konsolidierter Basis gemacht werden. Der Konzern muss im Rahmen des Prospektes als einheitliches Unternehmen mit allen Aspekten seiner Geschäftstätigkeit dargestellt werden, unabhängig davon, ob diese von der Muttergesellschaft oder einer Tochtergesellschaft ausgeübt werden. Das Gleiche gilt auch im Rahmen der Jahresberichte. In den beschreibenden Teilen des Jahresberichts wie auch in der Jahresrechnung müssen immer Geschäftstätigkeit und Vermögensverhältnisse der gesamten wirtschaftlichen Einheit dargestellt werden, unabhängig davon, von

[22] SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 57.
[23] SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 58.

welcher rechtlichen Einheit des Konzerns die betreffenden Tätigkeiten ausgeübt bzw. die entsprechenden Aktiven gehalten werden.

3. Die Erfüllung börsenrechtlicher Verpflichtungen durch Konzerne

Werden die Pflichten, welche kotierte Gesellschaften zu erfüllen haben, analysiert, so zeigt sich der vorne in Ziff. 1.2 erwähnte regulatorische Durchgriff deutlich; eine kotierte Gesellschaft muss ihre börsenrechtlichen Pflichten nicht nur für sich selber, sondern immer für den ganzen Konzern, dessen Obergesellschaft sie ist, erfüllen:

3.1 Rechnungslegung

Die Rechnungslegung ist konsequent auf die Behandlung des Konzerns als einheitliches Unternehmen ausgerichtet, da das Börsenrecht bei der Offenlegung von Abschlüssen immer von konsolidierten Abschlüssen ausgeht.

Gemäss 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[24] nach Beendigung eines Geschäftsjahres veröffentlicht und spätestens im Zeitpunkt der Veröffentlichung der SIX eingereicht werden. Die Jahresrechnung muss bei Konzernen, d.h. bei allen Gesellschaften, die über mindestens eine Tochtergesellschaft mit erheblicher Geschäftstätigkeit verfügen, auf konsolidierter Basis erstellt werden[25]. Dabei muss ein Buchführungs- und Konsolidierungsstandard zur Anwendung kommen, der eine "true and fair view" der konsolidierten Vermögensverhältnisse und des Ergebnisses sicherstellt. Gemäss Art. 6 RLR müssen Gesellschaften, die gemäss *main standard* kotiert sind, ihre Abschlüsse nach IFRS oder US-GAAP erstellen; Gesellschaften, die gemäss *domestic standard* kotiert sind, können dagegen Swiss GAAP FER als Rechnungslegungsstandard wählen. Bei kleine-

[24] Diese Frist ergibt sich aus Art. 10 RLR.

[25] Alle drei anerkannten Rechnungslegungsstandards verlangen von Konzernen eine konsolidierte Jahresrechnung (vgl. auch vorne FN 9).

ren Gesellschaften, deren Aktionariat klar auf Schweizer Investoren ausgerichtet ist, ist heute ein klarer Trend zu Swiss GAAP FER festzustellen, da die Berichterstattung nach diesem Standard einfacher ist und vor allem die Segmentberichterstattung weniger detailliert sein muss. Diese konsolidierten Jahresabschlüsse müssen von der Revisionsstelle geprüft sein, weshalb der Geschäftsbericht auch einen entsprechenden Prüfungsbericht der Revisionsstelle enthalten muss[26]. Die Prüfung muss gemäss Art. 727b OR durch ein staatlich beaufsichtigtes Revisionsunternehmen vorgenommen werden.

Zusätzlich müssen kotierte Gesellschaften gemäss Art. 50 KR innert drei Monaten[27] nach Ablauf der ersten sechs Monate des Geschäftsjahres einen Zwischenbericht für die ersten sechs Monate veröffentlichen[28]. Diese Halbjahresberichte müssen eine Halbjahresrechnung enthalten, welche den Bilanzierungs- und Rechnungsgrundsätzen entspricht, die für die Jahresrechnungen gelten[29]. Die anwendbaren Rechnungslegungsstandards lassen bei den Halbjahresrechnungen allerdings wesentliche Vereinfachungen gegenüber der Jahresrechnung zu, so dass diese Halbjahresberichte meist erheblich kürzer sind als die Jahresberichte[30]. Überdies müssen Halbjahresrechnungen im Gegensatz zu Jahresrechnungen nicht geprüft werden[31].

Das Regulatory Board prüft heute bei sämtlichen Jahresrechnungen und Halbjahresrechnungen, ob sie den Vorgaben des Kotierungsreglements entsprechen[32]. Es prüft dabei insbesondere die Einhaltung der

---

26 Art. 49 Abs. 1 KR.

27 Art. 11 RLR.

28 Vgl. Sanktionsbescheid der SIX Exchange Regulation vom 7. November 2008 (GBZ/RLE/V/08): Berücksichtigung der Minderheiten bei der Berechnung des Ergebnisses pro Aktie nach IAS 33, E.27; Entscheid der Disziplinarkommission vom 8. Juni 2006 (DK/RLE/IX/05): Offenlegung von Überschriften und Zwischentotalen in der Bilanz und Erfolgsrechnung im Rahmen der Zwischenberichterstattung nach Swiss GAAP FER 12.

29 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. März 2004 (ZUL/RLE/I/04): Bestandteile eines Zwischenberichts nach IAS 34 und Offenlegung über die Auswirkungen des Verkaufs eines Geschäftsbereiches nach IAS 35; Entscheid der Sanktionskommission vom 8. April 2009 (SaKo/RLE/I/09): Zeitpunkt der Erstkonsolidierung nach IAS 27, E.1; sowie Entscheid der Zulassungsstelle vom 10. April 2006 (ZUL/RLE/XII/05): Présentation du compte de résultats et publication du bilan dans le rapport intermédiaire selon Swiss GAAP RPC 12, E.1 ff.

30 Vgl. z.B. den Halbjahresbericht 2012 von Nestlé, abrufbar unter www.nestle.com.

31 Art. 9 RLR.

32 Zum Enforcement-Prozess vgl. MEIXNER, S. 56 ff.

Rechnungslegungsstandards und schreitet ein, wenn diese nicht eingehalten werden, da eine Verletzung des anwendbaren Rechnungslegungsstandards auch eine Verletzung der Kotierungsvorschriften bzw. der Publikationsvorschriften darstellt[33]. Gemäss Art. 59 ff. KR kann die SIX in derar-

[33] Die SIX schreitet insbesondere auch ein, falls der Revisionsbericht Vorbehalte bezüglich der Einhaltung eines bestimmten Rechnungslegungsstandards enthält. Vgl. Rundschreiben Nr. 6 International Financial Reporting Standards (IFRS) vom 28. September 2012. 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 Exchange Regulation (SB/RLE/V/09): Mehrfache Verletzung der Swiss GAAP FER; Sanktionsbescheid der SIX Exchange Regulation 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): Die Angaben über Finanzinstrumente entsprachen nicht IFRS, E.1 ff.; 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 Segmentsberichterstattung; Entscheid der Zulassungsstelle i.S. Ascom Holding AG vom 29. Januar 2004 (ZUL/RLE/III/04): Inkorrekte Segmentsberichterstattung; 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 Eventualverpflichtungen 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 Zwischenbe-

tigen Situationen Sanktionen anordnen, die von einem Verweis über eine Busse bis zur Dekotierung reichen.

Die Behandlung des Rechnungswesens zeigt, dass Konzerne in diesem Bereich vom Börsenrecht konsequent als einheitliche Unternehmen betrachtet werden und dementsprechend auch alle Pflichten in diesem Bereich auf konsolidierter Basis erfüllen müssen.

3.2 Ad hoc-Publizität

Auch die Ad hoc-Publizität ist immer auf den gesamten Konzern ausgerichtet. Eine kotierte Gesellschaft muss daher nicht nur über die bei ihr als selbständige juristische Person eingetretenen Tatsachen informieren, sondern muss in konsolidierter Sicht die Ad hoc-Publizitätspflicht für den ganzen Konzern erfüllen[34].

3.2.1 Die Ad hoc-Bekanntgabepflicht bei kotierten Unternehmen

Das KR der SIX schreibt nicht nur die periodische Berichterstattung im Rahmen von Jahres- und Halbjahresberichten vor, sondern sieht in Art. 53 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 erheblichen Kursveränderung führen können.

Eine Information fällt unter die Ad hoc-Publizitätspflicht, wenn die folgenden Voraussetzungen erfüllt sind:

richt; 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.

34 Vgl. HSU, S. 177 ff.

- **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[35]. 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[36]. Handlungen, die zur Verwirklichung von Plänen, Ideen und Absichten vorgenommen werden, können allerdings Tatsachen darstellen[37]; Verhandlungen mit Gegenparteien und auch der Abschluss von Absichtserklärungen werden nach der heutigen Praxis in diesem Sinne als Tatsachen betrachtet[38]. Bei diesen Tatsachen ist allerdings gemäss Art. 54 KR im Normalfall ohne Weiteres ein Aufschub der Bekanntgabe möglich[39].

  Nach der Praxis der SIX gilt aber auch eine von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat beschlossene Strategie als Tatsache. 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[40]. Da Strategien allerdings von Konkurrenten durchkreuzt werden können, wenn sie bekannt gegeben werden, ist bei diesen Tatsachen gemäss Art. 54 KR ein Aufschub bzw. ein Verzicht auf eine Bekanntgabe möglich[41]. 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.

---

35 Vgl. HSU, S. 128 ff.
36 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 27; HSU, S. 128.
37 Vgl. SCHENKER, S. 633 ff.
38 Vgl. BIERI/RÜDLINGER, S. 172; HSU, S. 175; SCHENKER, S. 638.
39 Vgl. dazu die Ausführungen zum Bekanntgabeaufschub hinten.
40 Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02).
41 Vgl. dazu die Ausführungen zum Bekanntgabeaufschub hinten.

- **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[42]. Ein blosses Gerücht oder die Möglichkeit, dass eine Tatsache allenfalls eingetreten sein könnte[43], löst daher die Ad hoc-Publizitätspflicht noch nicht aus[44]. Die Organe der Gesellschaft sind bei Situationen, in denen unklar ist, ob eine bestimmte kursrelevante Tatsache bereits eingetreten ist, im Rahmen ihrer Sorgfaltspflicht[45] 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 Abs. 1 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 selbst eine Verletzung von Art. 53 KR darstellt[46]. Gerade die Sicherstellung des Informationsflusses im Rahmen eines Konzerns ist eine grosse Herausforderung für die betreffenden Gesellschaften.

  Sobald sich die Kenntnis über die betreffende Tatsache so weit erhärtet hat, dass die Organe von deren Richtigkeit überzeugt sind, ist das Unternehmen zur Bekanntgabe verpflichtet[47]. 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 auf, bei dem zunächst über Grundlagen informiert wird und später eine zweite Information über die Konkretisierung des

---

42 Entscheid der Sanktionskommission vom 13. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07), Verstoss gegen Art. 72 KR sowie Rz. 15 RLAhP, E.2.

43 Z.B. das Gerücht, dass eine Behörde ein Untersuchungsverfahren wegen Rechtsverstössen eingeleitet hat.

44 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 27; HSU, S. 140 ff.

45 Art. 717 Abs. 1 OR.

46 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 99.

47 Vgl. Art. 53 KR sowie Art. 5 RLAhP.

betreffenden Ereignisses erfolgt[48]. Bei Verhandlungen über den Erwerb eines anderen Unternehmens 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.

- **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 sind dagegen nicht publizitätspflichtig[49]. Eine Ausnahme bilden allerdings Tatsachen, die zwar ausserhalb des Unternehmens eingetreten sind, beim Unternehmen aber direkte Folgen auslösen, die als Tatsache betrachtet werden müssen[50]. 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[51].

- **Die Tatsache muss neu und dem Publikum nicht bekannt sein**
  Eine Tatsache, die bereits öffentlich bekannt ist, weil sie z.B. im Geschäftsbericht veröffentlicht oder auch an der Bilanzmedienkonferenz mitgeteilt worden ist, muss nicht im Rahmen der Ad hoc-Publizität noch einmal offengelegt werden[52]. Dies gilt auch dann, wenn den be-

---

48 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 36.
49 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 40.
50 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 41.
51 Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06), E.14: Überschuldung und Sanierungsbedarf eines wichtigen Vertragspartners, E. 14.
52 HSU, S. 159 ff.; SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 47.

treffenden Tatsachen aufgrund veränderter Umstände in einem späteren Zeitpunkt eine erhöhte Bedeutung zukommen sollte[53].

- **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[54]. Die SIX hat die Frage, wann eine bestimmte Kursbewegung erheblich ist, bewusst offengelassen und keinen entsprechenden Prozentsatz definiert[55]. M.E. 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[56]. Dies führt dazu, dass die Grenze der Erheblichkeit je nach Unternehmen und normaler Volatilität seiner Aktien zwischen 2% und 5% 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[57]. In diesem Sinne muss sich ein Unternehmen die Frage stellen, ob die

---

53 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.

54 Vgl. auch Entscheid der Zulassungsstelle vom 23. März 2005 (ZUL/AHP/IV/05): Verletzung der Pflichten zur Gleichbehandlung der Marktteilnehmer und fehlende Vorabinformation der SIX, E.11.

55 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 24; so ausdrücklich der Entscheid der Zulassungsstelle vom 1. November 2004 (ZUL/AHP/IV/04); Communication des résultats financières pendant les heures critiques de négoce sans informer la SWX nonante minutes avant.

56 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.

57 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02): Orientierung an einer Presse- und Analystenkonferenz während der Handelszeit, E.2.2.

betreffende Tatsachen einen durchschnittlichen fachkundigen Marktteilnehmer bei seinem Entscheid, Beteiligungspapiere einer bestimmten Gesellschaft zu kaufen oder zu verkaufen, beeinflussen würde[58] 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[59].

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 m.E. 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.

- **Beispiele publikationspflichtiger Tatsachen**
  Gemäss Kommentar der SIX zur RLAhP[60] und der Praxis der SIX sind insbesondere folgende Tatsachen offenzulegen:

---

58 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 86 f. Entscheidend ist dabei nicht, ob sich der Kurs nachher tatsächlich ändert, sondern ob ein Potential zur Kursänderung besteht.

59 Zum Teil existieren in diesem Bereich auch empirische Untersuchungen, die sich allerdings nicht auf den Schweizer Markt beziehen.

60 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 52 ff.; 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 (vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 13. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07) Verstoss gegen Art. 72 KR sowie Rz. 15 RLAhP, E.5). Im konkreten Fall ging die Sanktionskommission davon aus, dass ein Wechsel in der Geschäftsleitung wegen der Erwähnung in Rz. 3 N 15 (entspricht heute N 57) des Kommentars zur RLAhP in jedem Fall meldepflichtig ist. Der entsprechende Entscheid ging m.E. allerdings über das KR hinaus, da bereits die Kündigung des HR-Verantwortlichen in der Geschäftsleitung als potentiell kursrelevante Tatsache bezeichnet wird. Erfahrungsgemäss führt eine Umbesetzung auf dieser Position aber nicht zu einer wesentlichen Veränderung der Kurse. Heute muss es aber als ständige Praxis der SIX bzw. der Sanktionskommission betrachtet werden, dass jede Veränderung in der Zusammensetzung der Geschäfts-

- 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;
- wesentliche Restrukturierungen und Reorganisationen, bei denen die Geschäftstätigkeit in grösserem Umfang reduziert oder verändert wird[61];
- drastische Veränderungen des Gewinnes. Bereits kleinere Veränderungen müssen gemeldet werden, wenn das Unternehmen selbst Prognosen veröffentlich hat und diese nicht erfüllt werden;
- Einstellung oder drastische Reduktion der Dividende[62];
- Zahlungseinstellung sowie Unterbilanz und Überschuldung im Sinne von Art. 725 OR oder die Verletzung von Covenants in Kreditverträgen[63].
- 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 Geschäftstä-

bzw. Konzernleitung als ad hoc-pflichtige Tatsache betrachtet wird, unabhängig davon, ob die betreffende Person eine Führungs- oder Stabsfunktion hat.

61 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.

62 Da bei schweizerischen Gesellschaften die Dividende von der Generalversammlung festgelegt wird, wird der Antrag des Verwaltungsrates mit der Publikation der Einladung offengelegt. Auch hier gilt, dass der entsprechende Antrag des Verwaltungsrates wegen seiner Bedeutung vorgängig in der Form einer Art Ad hoc-Publikation bekannt gemacht werden muss (vgl. SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 61, 64).

63 Entscheid der Sanktionskommission vom 15. Dezember 2009 (SaKo/2009/AHP I/09), E.A.2.

tigkeit gehört nach der Praxis auch eine Änderung in der Unternehmensstrategie[64];

- grosse Schadensfälle, Haftpflichtfälle, Prozesse oder regulatorische Verfahren[65] sowie Probleme von Vertragspartnern[66], welche die finanzielle Grundlage des Unternehmens tangieren, einschliesslich Risikopositionen in Bilanzen, die zu Verlusten führen können[67];
- einschneidende Veränderungen der Marktposition des Unternehmens durch aussergewöhnliche Vorfälle wie z.B. das Verbot von wesentlichen Produkten in 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[68]; 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;
- personelle Veränderungen in Verwaltungsrat[69], Geschäftsleitung[70] oder Revisionsstelle.

---

64 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002 (DK/AHP/I/02): Orientierung an einer Presse- und Analystenkonferenz während der Handelszeit; radikale Umstellung von Softwarevertrieb und Entwicklung.

65 Entscheid der Sanktionskommission vom 19. November 2007 (SaKo/AHP/III/07): Violation des art. 64 et 72 RC et ch. 3, 6, 7, 10, 15, 18 DPF, ch. 25 DRF, E.4.

66 Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06): Keine Verletzung der Ad hoc-Vorschriften bei einem Bekanntgabeaufschub im Zusammenhang mit einer Sanierung, E.1 ff.

67 Entscheid der Sanktionskommission vom 26. November 2009 (SaKo/AHP/II/09), E.3 ff.

68 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007 (SaKo/AHP/II/07): Verletzung von Art. 72 sowie Rz. 3, 5, 6, 7 Ziff. 1, 9, 11 und 12 RLAhP.

69 Entscheid der Sanktionskommission vom 18. Dezember 2009 (SaKo/MT/III/09), E.5 f.

70 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): Violation of the principle of equal treatment of market participants according to art. 72 LR and ref. nos. 3, 5, 6 and 7 AhPD, E.6; Entscheid der Sanktionskommission vom 13. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07): Verstoss gegen Art. 72 KR sowie Rz. 15 RLAhP, E.1 f.

Die Ad hoc-Mitteilung muss gemäss Art. 53 Abs. 2 KR unverzüglich veröffentlicht werden, nachdem das betreffende Unternehmen sichere Kenntnis[71] über die publikationspflichtige Tatsache erhalten hat[72]. 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[73], 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[74].

Art. 54 KR ermöglicht es aber, die Bekanntgabe einer kursrelevanten Information aufzuschieben. 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[75]. Ein derartiger Aufschub ist insbesondere möglich, wenn ein Unternehmen eine Transaktion vorbereitet. So darf die Gesellschaft die Bekanntgabe der Tatsache, dass Verhandlungen geführt worden sind oder eine Absichtserklärung unterzeichnet worden ist, bis zum Abschluss des definitiven Vertrages aufschieben, da eine vorherige Bekanntgabe die weiteren Ver-

---

71 Dazu im Einzelnen die Ausführungen vorne zur gesicherten Kenntnis von der Tatsache.

72 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission vom 21. Dezember 2002 / 31. Januar 2003 (DK/AHP/I/03): Unterlassen einer rechtzeitigen Gewinnwarnung.

73 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.

74 SIX Swiss Exchange, Kommentar zur RLAhP, N 37, 83, 109.

75 Art. 16 Richtlinie Ad hoc-Publizität; vgl. SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 180 ff.

handlungen stören würde und damit nicht im Interesse der Gesellschaft liegt[76].

Ein Aufschub der Ad hoc-Publizität ist gemäss Art. 54 KR aber nur möglich, wenn das betreffende Unternehmen die bekannt zu gebende Tatsache tatsächlich geheim hält[77]. Entsprechend muss ein Unternehmen, das sich entschlossen hat, die Veröffentlichung einer bekanntgabepflichtigen Tatsache aufzuschieben, alle notwendigen Massnahmen 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[78]. Gelangt die relevante Information unbeabsichtigterweise an einen Dritten[79], so muss versucht werden, die betreffende Person ebenfalls zur Geheimhaltung zu verpflichten[80]. Gelingt dies nicht, führt die unbeabsichtigte Zustellung zu einem Leck, was die Gesellschaft zur sofortigen Bekanntgabe der geheim gehaltenen Tatsachen verpflichtet[81].

3.2.2 Die Erfüllung der Ad hoc-Publizitätspflicht im Konzern

Auch bei der Ad hoc-Bekanntgabepflicht geht das Börsenrecht konsequent davon aus, dass es sich beim Konzern um ein einheitliches Unternehmen handelt, was folgende Konsequenzen hat:

- Die Ad hoc-Berichterstattung bezieht sich auf alle Gesellschaften des Konsolidierungskreises sowie auf Vorkommnisse bei nicht konsolidierten Beteiligungen, die einen erheblichen Einfluss auf den Wert der Gesellschaft haben[82]. Der Konzernverwaltungsrat und die Konzernleitung müssen dementsprechend sicherstellen, dass meldepflichtige Tat-

---

76 Vgl. SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 180 ff.

77 Entscheid der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06): Keine Verletzung der Ad hoc-Vorschriften bei einem Bekanntgabeaufschub im Zusammenhang mit einer Sanierung, E.17.

78 Art. 17 RLAhP.

79 Z.B. fehlgeleitete E-Mail.

80 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.

81 Art. 17 Abs. 2 RLAhP.

82 Vgl. HSU, S. 177 ff.

sachen im gesamten Konzern erfasst werden und zeitgerecht an die Konzernzentrale zur Weiterverarbeitung gemeldet werden. Dabei ist es wesentlich, dass die einzelnen Gesellschaften nicht nur Tatsachen melden, die einzeln bereits meldepflichtig sind, sondern auch Tatsachen unterhalb dieser Meldegrenze, da es manchmal vorkommt, dass ein Ereignis bzw. eine bestimmte Entwicklung im wirtschaftlichen Umfeld mehrere Tochtergesellschaften beeinflusst. Dies kann dazu führen, dass die Folgen, die bei einer Gesellschaft allein auftreten, noch nicht die Schwelle der Meldepflicht erreichen, dass aber die Folgen, die im gesamten Konzern in konsolidierter Sicht auftreten, diese Grenze erreichen[83].

- Ob eine bestimmte Tatsache kursrelevant ist und dementsprechend zu einer Meldung verpflichtet, entscheidet sich aufgrund der Verhältnisse des gesamten Konzerns[84]. Ob ein Auftrag eine Grösse erreicht, die für die betreffende Tochtergesellschaft existenzbedrohend ist, wie z.B. bestimmte Einflüsse auf Gewinn oder Umsatz die entsprechende Grenze erreichen, bemisst sich am Gesamtumsatz bzw. -ertrag. In diesem Sinne kann eine Tatsache, die eine Meldung notwendig macht, wie der Wegfall eines Kunden, der bisher die Mehrheit aller Produkte abgenommen hat, bei der Betrachtung des gesamten Konzerns nicht kursrelevant sein, weil die betreffende Tochtergesellschaft nur einen sehr kleinen Anteil am gesamten Umsatz und Ertrag des betreffenden Konzerns hat. Deshalb ist wesentlich, dass in Konzernen eine zentrale Stelle die gesamten Meldungen sammelt und aus der Sicht des Konzerns über die Veröffentlichung entscheidet.

Die Praxis zeigt, dass bei Konzernen die Herausforderung für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung immer im zentralen Erfassen und der zeitgerechten Übermittlung und Verarbeitung von potenziell meldepflichtigen Tatsachen liegt. Deshalb müssen Meldewege und Verantwortlichkeiten klar definiert werden. Rechtsfolge einer ungenügenden Erfassung und Verarbeitung von Tatsachen ist nämlich nicht, dass die Meldepflicht man-

[83] Der Konkurs eines wichtigen Kunden, der bei mehreren Konzerngesellschaften Einkäufe getätigt hat, kann z.B. diesen Effekt haben. Der Ausfall des Geschäftsvolumens und der entsprechenden Debitoren erreicht bei den einzelnen Gesellschaften jeweils noch nicht eine für den Konzern relevante Grösse. Konsolidiert betrachtet kann dieser Effekt aber eintreten.

[84] Vgl. jedoch SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur RLAhP, N 90.

gels sicherer Kenntnisse entfällt, sondern Sanktionen gegen das betreffende Unternehmen, die wegen Organisationsmängeln von der SIX ausgesprochen werden[85].

3.3 Management-Transaktionen

Die in Art. 56 KR festgehaltene Pflicht zur Offenlegung von Management-Transaktionen konzentriert sich auf die kotierte Gesellschaft selbst. Damit geht die Börse allerdings nicht vom "regulatorischen Durchgriff" ab, sondern trägt dem Umstand Rechnung, dass nur die Transaktionen der obersten Geschäftsleitung eines Unternehmens für die Anleger relevant sind[86].

3.3.1 Die Pflicht zur Bekanntgabe von Management-Transaktionen

Bei kotierten Gesellschaften müssen gemäss Art. 56 KR die Transaktionen, die Mitglieder des Verwaltungsrates 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[87], 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[88].

Im Einzelnen gestaltet sich diese Meldepflicht wie folgt:

---

85 Vgl. Art. 61 KR.

86 Wie FRITSCHI, N 194, zu Recht feststellt, verfolgt das KR hier einen "funktionalen, auf das Insiderwissen ausgerichteten Ansatz". Vgl. auch SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar MT, N 7.

87 Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09): Verstoss gegen die Pflichten gemäss Art. 74a Abs. 1 und 3 KR, E.60; vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. Mai 2006 (ZUL/MT/I/06): Verstoss gegen die Meldefristen gemäss Art. 74a Abs. 3 KR, E.25, wobei die Zulassungsstelle festhält, dass gerade der Erwerb von Optionen durch einen Verwaltungsrat eine ganz erhebliche Informationswirkung für die Marktteilnehmer hat.

88 Entscheid der Sanktionskommission vom 24. September 2007 (SaKo/MT/I/07): Verstoss gegen die Pflichten gemäss Art. 74a Abs. 1 KR, E.9.

- **Meldepflichtige Personen**
  Der Meldepflicht bezüglich Management-Transaktionen unterliegen gemäss Art. 56 KR die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung einer kotierten Gesellschaft[89]. 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[90]. Frühere Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sowie Personen, die eine Funktion in der zweiten Führungsebene wahrnehmen, gehören dagegen nicht zum Kreis der meldepflichtigen Personen[91].

  Die SIX kann die von der Meldepflicht betroffenen Personen, d.h. die Mitglieder des Verwaltungsrates 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[92]. Daher müssen die kotierten Gesellschaften gemäss Art. 3 Richtlinie Management-Transaktionen[93] dafür sorgen, dass die meldepflichtigen Personen ihren Pflichten auch tatsächlich nachkommen[94]. Zu diesem Zweck sollte entweder ein Reglement oder eine schriftliche Weisung erlassen werden, in der die meldepflichtigen Transaktionen, der Kreis der meldepflichtigen Personen sowie das konkrete Vorgehen bei der Abgabe einer Meldung beschrieben werden[95]. Weiter muss auch durch organisatorische Massnahmen si-

---

89 Entscheid der Sanktionskommission vom 3. Juli 2009 (SaKo/MT/I/09): Violation des délais d'annonce conformément à l'art. 74a al. 3 RC, E.6.

90 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar MT; Entscheid der Zulassungsstelle vom 5. September 2006 (ZUL/MT/IV/06): Verstoss gegen die Pflichten gemäss Art. 74a Abs. 1 KR, E.19.

91 SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar MT, N 9.

92 Entscheid der Sanktionskommission vom 13. November 2007 (SaKo/AHP/IV/07): Verstoss gegen Art. 72 KR sowie Rz. 15 RLAhP, E.4.

93 Richtlinie der SIX Swiss Exchange vom 12. November 2010 betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen.

94 Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09): Verstoss gegen die Pflichten gemäss Art. 74a Abs. 1 und 3 KR, E.40 ff.

95 Im Weiteren empfiehlt es sich auch, die betroffenen Personen individuell durch entsprechende Schreiben bzw. eine Informationsveranstaltung auf ihre Pflichten aufmerksam zu machen. Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 11. September 2009 (SaKo/MT/II/09): Verletzung der Vorschriften von Art. 74a des Kotierungsreglements betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen, E.6 mit einer Aufzählung der Massnahmen, die das betreffende Unternehmen ergriffen hatte, um die meldepflichtigen Personen über ihre Pflichten zu orientieren und die Weiterleitung der Meldung

chergestellt werden, dass die eintreffenden Meldungen tatsächlich an die SIX weitergeleitet werden[96].

- **Der Umfang der Meldepflicht**
  Die Meldepflicht betrifft sämtliche Transaktionen, welche das Vermögen einer meldepflichtigen Person direkt oder indirekt betreffen und auf ihrem Willensentscheid beruhen[97]. Daher werden auch Transaktionen erfasst, die von einem Vermögensverwalter vorgenommen werden[98], solange die meldepflichtige Person die Möglichkeit hat, den Vermögensverwalter zu beeinflussen, was beim normalen, als Auftrag strukturierten Verwaltungsvertrag immer möglich ist[99].

  Die Meldepflicht erfasst nicht nur Transaktionen im Vermögen der meldepflichtigen Personen, sondern auch alle Transaktionen, die von Gesellschaften oder Personen getätigt werden, welche von einer meldepflichtigen Person wirtschaftlich oder faktisch beherrscht werden[100]. Zusätzlich sind aber auch alle Transaktionen von Gesellschaften oder Personen zu melden, deren Investitionsentscheide von einer meldepflichtigen Person massgeblich beeinflusst werden[101]. Daher muss z.B. eine Holdinggesellschaft, die ein Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsmitglied in den Verwaltungsrat einer börsenkotierten Tochterge-

sicherzustellen. Dieses Unternehmen hatte ein Trading-Reglement erlassen und die Mitglieder des Verwaltungsrates sowie der Geschäftsleitung mehrfach schriftlich auf ihre entsprechenden Pflichten aufmerksam gemacht; vgl. auch die im Entscheid der Sanktionskommission vom 30. November 2007 (SaKo/MT/III/07), E.3 ff., dargestellten Massnahmen; Entscheid der Sanktionskommission vom 3. Juli 2009 (SaKo/MT/I/09): Beispiel eines Unternehmens, das aus der Sicht der Sanktionskommission bezüglich der Meldepflicht von Management-Transaktionen nur ungenügende Vorkehrungen traf, E.9 ff.

96 Vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 18. Dezember 2009 (SaKo/MT/III/09); Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09): Verstoss gegen die Pflichten gemäss Art. 74a Abs. 1 und 3 KR, E.42.

97 Art. 3 Abs. 1 RLMT.

98 Vgl. Art. 3 Abs. 1 RLMT sowie SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar MT, N 84 f.

99 Eine Ausnahme gibt es nur bei angelsächsischen "Blind Trusts", wo der Auftraggeber tatsächlich keinerlei Möglichkeit hat, die Käufe und Verkäufe zu beeinflussen.

100 Art. 3 Abs. 2 RLMT; dementsprechend werden Transaktionen von Gesellschaften, Trusts, Stiftungen und ähnliche Strukturen, die von einer meldepflichtigen Person beherrscht werden, ebenfalls von der Meldepflicht erfasst.

101 Art. 3 Abs. 2 RLMT sowie SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar MT, N 86 ff.; Entscheid der Sanktionskommission vom 3. Juli 2009 (SaKo/MT/I/09): Violation des délais d'annonce conformément à l'art. 74a al. 3 RC, E.6 f.

sellschaft delegiert, alle ihre Transaktionen in den Titeln dieser Gesellschaft melden[102]. Dies gilt auch für eine Pensionskasse, wenn der konkrete Anlageentscheid massgeblich von einer meldepflichtigen Person beeinflusst wird[103].

- **Meldepflichtige Transaktionen**
  Gegenstand der Meldepflicht sind Transaktionen in:

  - Aktien, Partizipationsscheinen, Genussscheinen und anderen Beteiligungspapieren der betreffenden Gesellschaft[104];
  - Optionsrechten, unabhängig davon, ob diese Rechte eine Realerfüllung oder einen Barausgleich vorsehen[105]. Dabei sind sämtliche Transaktionen in Put- wie auch Call-Optionen, d.h. der Kauf, der Verkauf und das Schreiben derartiger Optionen zu melden[106];
  - Finanzinstrumenten, die einen direkten Bezug zur Kursentwicklung der Beteiligungspapiere der Gesellschaft haben[107]. 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[108].

  Transaktionen in Schuldpapieren müssen nicht gemeldet werden. Das Gleiche gilt 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 betref-

[102] Entscheid der Sanktionskommission vom 3. Juli 2009 (SaKo/MT/I/09): Violation des délais d'annonce conformément à l'art. 74a al. 3 RC, E.6 f.
[103] SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar MT, N 90.
[104] Art. 4 Abs. 1 Ziff. 1 RLMT.
[105] Art. 5 Abs. 1 Ziff. 2 RLMT; vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 24. September 2007 (SaKo/MT/I/07): Verstoss gegen die Pflichten gemäss Art. 74a Abs. 1 KR, E.9; Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. Januar 2007 (ZUL/MT/VII/06): Verstoss gegen die Meldefristen gemäss Art. 74a Abs. 3 KR, E.24.
[106] Entscheid der Sanktionskommission vom 12. März 2009 (SaKo/MT/I/08): Verstoss gegen die Pflichten gemäss Art. 74a Abs. 1 und 3 KR, E.2; Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. Mai 2006 (ZUL/MT/I/06): Verstoss gegen die Meldefristen gemäss Art. 74a Abs. 3 KR, E.2.
[107] Vgl. jedoch Art. 4 Abs. 2 RLMT.
[108] Vgl. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 3 RLMT.

fenden Instrumentes bestimmen[109]. Wird dieser Drittel überschritten, so handelt es sich dagegen um meldepflichtige Finanzinstrumente.

Von der Meldepflicht ausgenommen ist der Erwerb von Beteiligungspapieren oder Optionen, der auf arbeitsvertraglicher Grundlage bzw. als Bestandteil einer Vergütung erfolgt[110], 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 im Corporate Governance-Bericht erwähnt werden[111]. Der Verkauf derartiger Optionen oder Beteiligungspapiere ist dagegen meldepflichtig[112].

Nicht meldepflichtig ist auch der Erwerb von meldepflichtigen Wertpapieren bzw. -rechten durch Erbschaft, Schenkung oder güterrechtliche Auseinandersetzung, da bei derartigen Transaktionen der Erwerb ohne Willen der meldepflichtigen Person erfolgt und deshalb auch keine für die Anleger nützliche Signalwirkung hat[113].

- **Meldung und Veröffentlichung**

  Die meldepflichtige Person muss der Gesellschaft die betreffende Transaktion spätestens am zweiten Börsentag nach Entstehung der Meldepflicht erstatten[114]. Die Meldepflicht entsteht durch den Abschluss einer der oben dargestellten Transaktionen. Entscheidend ist dabei der Zeitpunkt, in dem die obligatorische Verpflichtung entsteht, unabhängig davon, ob diese Bedingungen unterworfen ist[115]. Der spätere Vollzug der Transaktion löst dagegen keine weiteren Meldepflichten aus.

  Der Inhalt der Meldungen wird in Art. 56 Abs. 4 KR im Detail dargestellt. Die kotierte Gesellschaft muss die Meldung innerhalb von drei Börsentagen nach Eingang der Meldung an die SIX weiterleiten[116]. Gemäss Art. 8 Abs. 1 RLMT hat der Emittent die ihm zugegangenen

---

109 Art. 4 Abs. 2 RLMT; SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar MT, N 95.
110 Art. 6 Abs. 1 RLMT.
111 Ziff. 2.7 und 5 des Anhangs zur RLCG.
112 Entscheid der Zulassungsstelle vom 29. Januar 2007 (ZUL/MT/VII/06): Verstoss gegen die Meldefristen gemäss Art. 74 Abs. 3 KR, E.25.
113 Art. 5 Abs. 2 RLMT.
114 Art. 56 Abs. 2 KR.
115 Art. 7 Abs. 1 RLMT; Sanktionsbescheid vom 19. Mai 2009 (SER/MT/I/09), E.50.
116 Art. 56 Abs. 5 KR.

Meldungen mittels einer zur Verfügung gestellten elektronischen Meldeplattform an die SIX Exchange Regulation weiterzugeben[117]. Die Zustellung von Meldungen an die SIX per Fax oder E-Mail genügt dagegen nicht und stellt dementsprechend eine Pflichtverletzung dar, da diese Art der Mitteilung anders als die Eingabe bei der elektronischen Meldeplattform nicht zu einer automatischen Veröffentlichung führt.

Die SIX veröffentlicht Meldungen, die sie erhält, auf einer webbasierten Meldeplattform[118]. Bei dieser Veröffentlichung erscheint der Name der Gesellschaft, während die Namen der meldepflichtigen Personen nicht veröffentlicht werden.

3.3.2 Erfüllung der Meldepflicht betreffend Management-Transaktionen im Konzern

Bei einem Konzern, der über mehrere Tochtergesellschaften verfügt, unterstehen nur die Mitglieder des Verwaltungsrates 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[119].

Dies vereinfacht die Erfassung der meldepflichtigen Personen im Konzern sehr stark – in diesem Bereich geht der Kreis der meldepflichtigen Personen nicht über den Personenkreis hinaus, der auch bei einer kotierten Gesellschaft ohne Tochtergesellschaften meldepflichtig ist. Letztlich ist aber auch dies nur Ausdruck des börsenrechtlichen Prinzips, dass Konzerne als einheitliche Unternehmen zu betrachten sind: Genau wie bei einer Einzelgesellschaft bezieht sich die Pflicht zur Offenlegung von Management-Transaktionen nur auf den Verwaltungsrat bzw. die Geschäftsleitung, die tatsächlich an der Spitze des Gesamtunternehmens steht. Eine Bekanntgabe von Transaktionen der Personen, die in einer tieferen Führungsebene als Verwaltungsräte oder Geschäftsführer von Tochtergesellschaften tätig sind, würde auch der Zielsetzung der Bekanntgabepflicht

[117] Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 28. März 2006 (ZUL7MT7I705): Violation des délais d'annonce conformément à l'art. 74a al. 3 RC, E.3.
[118] Vgl. Art. 8 Abs. 2 RLMT.
[119] Vgl. SIX SWISS EXCHANGE, Kommentar MT, N 7 ff.; FRITSCHI, N 226 ff.

von Management-Transaktionen widersprechen – Transaktionen solcher Personen haben für Investoren keinen Informationsgehalt.

3.4 Meldepflicht für Beteiligungen

Bei der Meldepflicht von Beteiligungen im Sinne von Art. 20 BEHG zeigt sich wiederum klar der "regulatorische Durchgriff". Diese Pflicht muss von kotierten Gesellschaften immer auf konsolidierter Basis erfüllt werden.

3.4.1 Börse

Gemäss Art. 20 BEHG müssen Personen, die direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten (d.h. als Gruppe) Aktien einer schweizerischen kotierten Gesellschaft erwerben oder veräussern[120] und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33⅓, 50 oder 66⅔% 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[121]; 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 sowie der Gesellschaft selbst eine entsprechende Meldung erstatten. 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[122].

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,

---

[120] 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 (Art. 16 lit. a Ziff. 1 BEHV-FINMA).

[121] Art. 16 lit. a Ziff. 2 BEHV-FINMA.

[122] Vgl. zum Ganzen Art. 22 BEHV-FINMA sowie SCHENKER, S. 173 f. m.w.H.

Ausnahmen zu gewähren, wenn die betreffenden Geschäfte kurzfristiger Natur sind und der Erwerber auch nicht die Absicht hat, das Stimmrecht auszuüben oder wenn die Transaktion Bedingungen unterstellt ist, die noch nicht erfüllt sind[123]. 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 FINMA über die Ausnahme entscheiden kann[124]. 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[125].

Verletzt ein Aktionär die Meldepflicht, so kann gemäss Art. 41 BEHG eine Busse in Höhe der doppelten wertmässigen Differenz zwischen dem Anteil, über den der Meldepflichtige neu verfügt, und dem letzten von ihm gemeldeten Grenzwert ausgesprochen werden. Diese drastische Bussandrohung macht es nötig, dass sich sämtliche Beteiligten über ihre Meldepflichten orientieren und diese entsprechend ernst nehmen.

3.4.2 Erfüllung der Meldepflicht im Konzern

Werden verschiedene juristische Personen zu einem Konzern zusammengefasst, weil eine Konzernobergesellschaft diese durch die Mehrheit von Stimmrechten oder Kapitalanteilen oder auf andere Weise beherrscht, so bilden alle Gesellschaften des Konzerns gemäss Art. 10 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA eine Gruppe[126]. Für die Meldepflicht des Konzerns ist es dabei irrelevant, ob die Konzernobergesellschaft tatsächlich die einzelnen Unternehmen zentral führt oder ob diese in ihren geschäftlichen Entscheiden autonom geblieben sind. Der Konzern wird allein durch die Möglichkeit einer einheitlichen Führung, die sich aus einer Mehrheit von Stimmrechten oder Kapitalanteilen ergibt, meldepflichtig[127]. Damit kommt es bei

[123] Art. 24 Abs. 1 BEHV-FINMA.
[124] Art. 24 Abs. 2 BEHV-FINMA.
[125] Art. 20 BEHV-FINMA.
[126] Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00): Erfassung der Offenlegung von Beteiligungen als Konzern / Unternehmensgruppe, Ziff. 1; SCHENKER, S. 131 m.w.H.
[127] BGer 2A.174/2001 vom 4. Dezember 2001; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00): Erfassung der Offenlegung von Betiligungen als Konzern / Unternehmensgruppe, Ziff. 1; WEY, S. 190 ff.; TSCHÄNI, S. 208.

Konzernen auch in diesem Bereich zum "regulatorischen Durchgriff". Sie müssen im Rahmen des Konzerns den konsolidierten Bestand melden. Dabei geht die konsolidierte Meldepflicht in einzelnen Fällen noch über den Konzern hinaus. Ein Mehrheitsaktionär, der die Gesellschaft beherrscht, wird ebenfalls zur Gruppe gezählt, so dass Beteiligungsrechte, die diese an einer kotierten Gesellschaft hält, als Teil des Gruppenbestandes gemeldet werden müssen. In diesen Fällen wird der beherrschende Aktionär zum Oberhaupt der meldepflichtigen Gruppe und muss für diese die entsprechenden Meldepflichten erfüllen[128]. Auch ein Minderheitsaktionär kann im Übrigen in diese Situation kommen, wenn er ein Unternehmen aufgrund einer sehr starken Beteiligung[129] oder aufgrund einer Mehrheitsvertretung im Verwaltungsrat beherrscht[130].

Ein Konzern muss sicherstellen, dass Käufe und Verkäufe von Aktien und Derivate kotierter Gesellschaften zentral erfasst werden und sichergestellt wird, dass die notwendigen Meldungen gemacht werden. Dabei müssen nicht nur Transaktionen in Beteiligungspapieren anderer Gesellschaften erfasst werden, sondern auch Käufe und Verkäufe, die sich auf Beteiligungspapiere bzw. entsprechende Derivate an der eigenen Gesellschaft beziehen, da – wie bereits dargelegt wurde – die Beteiligung an der eigenen Gesellschaft ebenfalls meldepflichtig ist. Die konsolidierte Erfassung von meldepflichtigen Transaktionen und die Meldung der Grenzwertüberschreitungen stellt vor allem grosse Anforderungen an Unternehmen, die im Bank- und Versicherungssektor tätig sind und bei denen mehrere Tochtergesellschaften Anlagen tätigen bzw. Derivate emittieren und Deckungsgeschäfte eingehen. Bei derartigen Konstellationen muss sichergestellt werden, dass die Positionsveränderung von Beteiligungspapieren und Derivaten ohne Zeitverzug gemeldet wird, damit die kurzen Fristen zur Meldung eingehalten werden können.

Die konsolidierte Betrachtung von Konzernen als Gruppen im Sinne des Melderechts führt aber auch dazu, dass Transaktionen zwischen den Gesellschaften des Konzerns nicht meldepflichtig sind[131]. Emittiert eine Tochtergesellschaft in einem Bankkonzern z.B. Call-Optionen und sichert sie diese durch ein Termingeschäft oder einen Swap ab, den sie mit einer anderen Tochtergesellschaft, die über die betreffenden Bestände verfügt,

---

[128] BasK-WEBER, N 154 zu Art. 20 BEHG.
[129] Z.B. zwischen 40% und 50%.
[130] Vgl. SCHENKER, S. 132 m.w.H.
[131] Art. 10 Abs. 4 BEHV-FINMA.

abschliesst, so ist nur die im Aussenverhältnis getätigte Emission meldepflichtig, nicht aber die Derivatvereinbarung, die zwischen den beiden Tochtergesellschaften abgeschlossen wurde.

3.5 Übernahmepflicht

Auch bei der Übernahmepflicht gemäss Art. 32 BEHG gilt der "regulatorische Durchgriff", d.h., diese wird ausgelöst, wenn der massgebende Grenzwert in konsolidierter Sicht überschritten wird.

3.5.1 Die Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG

Art. 32 BEHG sieht vor, dass ein Aktionär, der mehr als 33⅓% der Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft erwirbt, ein öffentliches Angebot zum Kauf aller übrigen kotierten Beteiligungspapiere machen muss. Diese Angebotspflicht kann von kotierten Gesellschaften insofern modifiziert werden, als sie in ihren Statuten den massgeblichen Grenzwert auf bis zu 49% anheben ("Opting Up")[132] oder die Angebotspflicht gänzlich ausschliessen ("Opting Out") können[133]. Genau wie die Meldepflicht wird auch die Angebotspflicht sowohl durch den direkten wie auch durch den indirekten Erwerb von Beteiligungspapieren ausgelöst, wobei Personen, die als Gruppe auftreten, gesamthaft von der Übernahmepflicht erfasst werden[134].

Das Pflichtangebot muss gemäss Art. 43 BEHV-FINMA eine Barzahlung vorsehen, wobei der Angebotspreis gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG mindestens dem Börsenkurs[135] im Zeitpunkt der Überschreitung des Grenzwertes entsprechen muss und höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen darf, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für die Beteiligungspapiere der betroffenen Gesellschaft bezahlt hat[136].

---

132 Art. 32 Abs. 1 BEHG.
133 Art. 22 Abs. 1 und 2 BEHG.
134 Vgl. den Wortlaut von Art. 32 Abs. 1 BEHG.
135 Der massgebende Börsenkurs entspricht gemäss Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage.
136 Vgl. SCHENKER, S. 524 ff., m.w.H.

3.5.2 Erfüllung der Übernahmepflicht im Konzern

Die Gesellschaften eines Konzerns bilden genau wie bei der Meldepflicht eine Gruppe, da auch in diesem Bereich der "regulatorische Durchgriff" zum Tragen kommt. Dementsprechend müssen die Bestände der einzelnen Tochtergesellschaften und der Konzernobergesellschaft addiert werden. Zur Gruppe werden aber auch ein allfälliger Mehrheitsaktionär sowie Hauptaktionäre gezählt, die ohne Mehrheitsbeteiligung über den Verwaltungsrat einen beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft ausüben[137].

Löst ein Konzern die Übernahmepflicht aus, so bestimmt sich der Mindestpreis nach dem höchsten Preis, den ein Mitglied der Gruppe, d.h. eine Tochtergesellschaft bzw. ein beherrschender Aktionär, der allenfalls ebenfalls zur Gruppe gehört, bezahlt hat[138].

Sobald die Beteiligung an einer kotierten Gesellschaft dem für die Übernahmepflicht massgebenden Grenzwert nahe kommt, muss ein Konzern alle weiteren Käufe seiner Tochtergesellschaften genau koordinieren und sicherstellen, dass es nicht fahrlässig zu einer Überschreitung des massgebenden Grenzwertes kommt bzw. dass bei einem bewussten Überschreiten kein übermässig hoher Preis im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG etabliert wird.

4. Konzerne mit kotierten Tochtergesellschaften

4.1 Vorkommen in der Praxis

Konzerne mit kotierten Tochtergesellschaften kommen in der Praxis in zwei Formen vor:

- **Privater Mutterkonzern**
  Zum Teil kommt es vor, dass ein privat gehaltener Konzern die Mehrheit an einer kotierten Gesellschaft hält[139].

---

137 SCHENKER, S. 487 f.
138 BasK-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, N 112 zu Art. 32 BEHG.
139 Ein Beispiel einer derartigen Konstellation ist der Franke-Konzern, der selbst nicht kotiert ist, aber über eine Holdinggesellschaft die Mehrheit an der Feintool hält.

- **Kotierte Gesellschaft als "Mutterkonzern"**
  Es kann auch vorkommen, dass eine Gesellschaft, die selbst kotiert ist, die Mehrheit an einer anderen kotierten Gesellschaft hält[140].

Hat eine Tochtergesellschaft eines Konzerns Minderheitsaktionäre, so entstehen praktisch immer Konflikte zwischen den Interessen des Konzerns und den betreffenden Minderheitsaktionären[141]. Die Rechte der Minderheitsaktionäre führen im Normalfall dazu, dass ein Konzern die betreffende Tochtergesellschaft nicht vollständig integrieren kann. Das Konzept des wirtschaftlich einheitlichen Unternehmens wird in diesem Sinne durch die Rechte der Minderheitsaktionäre durchbrochen – die Organe der betreffenden Tochtergesellschaft können nicht einfach den Anweisungen der Konzernobergesellschaft folgen, wenn dies die betreffende Tochtergesellschaft oder ihre Minderheitsaktionäre schädigen würde. Sie müssen vielmehr die Interessen der Tochtergesellschaft in guten Treuen wahren[142].

Nehmen die Organe einer Tochtergesellschaft, die Minderheitsaktionäre aufweist, nicht die Interessen der betreffenden Tochtergesellschaft wahr, sondern verfolgen sie primär Konzerninteressen und schädigen dadurch die Tochtergesellschaft bzw. deren Minderheitsaktionäre, so verletzen sie ihre Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft[143] und ihre Gleichbehandlungspflicht gegenüber den Aktionären[144]. Die Minderheitsaktionäre können sodann eine Verantwortlichkeitsklage gegen die Organe der Tochtergesellschaft einreichen, wobei in derartigen Konstellationen meistens auch eine Klage gegen die Muttergesellschaft möglich ist, da diese meist als faktisches Organ der Tochter gewirkt hat, indem sie der Geschäftsleitung der Tochtergesellschaft direkte Anweisungen gegeben hat[145].

---

140 Diese Konstellation liegt z.B. bei Perrot Duval vor, welche die Mehrheit an der Infranor hatte – beide Gesellschaften sind an der SIX kotiert.
141 Vgl. auch KUNZ, § 14 N 4.
142 Art. 717 Abs. 1 OR.
143 Art. 717 Abs. 1 OR.
144 Art. 717 Abs. 2 OR.
145 BÖCKLI, § 11 N 465 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 60 N 46 f.

4.2 Akzentuierung der Minderheitsrechte bei kotierten Gesellschaften

Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht hat der Minderheitsaktionär einer kotierten Gesellschaft nicht mehr Rechte als der Aktionär einer nicht kotierten Gesellschaft[146]. Die Publizitätspflicht einer kotierten Gesellschaft kann aber die Probleme, die mit Minderheitsaktionären entstehen können, akzentuieren:

- Die Rechnungslegung nach IFRS bzw. US-GAAP oder Swiss GAAP FER zeigt grössere ausserordentliche Transaktionen, die mit einer Muttergesellschaft abgeschlossen worden sind, klar auf. Werden im Rahmen der ordentlichen Geschäftstätigkeit der Muttergesellschaft Preise verrechnet, die von Marktpreisen abweichen, so sind diese zwar nicht direkt sichtbar, die tiefere Marge wird in der Rechnungslegung aber offengelegt. Überdies können sich auch Situationen ergeben, in denen eine Bevorzugung der Muttergesellschaft im Anhang zur Jahresrechnung aufgeführt werden muss und so ebenfalls den Minderheitsaktionären offengelegt wird.
- Auch im Corporate Governance-Bericht erhalten die Minderheitsaktionäre Hinweise auf Interessenbindungen. Überdies müssen Interessenkonflikte offengelegt und der Umgang mit Interessenkonflikten dargestellt werden.

Die verschärften Offenlegungspflichten bei kotierten Gesellschaften haben meiner Erfahrung nach tatsächlich dazu geführt, dass kotierte Gesellschaften mit Mehrheitsaktionären heute viel stärker auf das Gleichbehandlungsgebot achten und versuchen, mit den beherrschenden Aktionären Geschäfte zu Drittbedingungen abzuschliessen. Dies ist für den Schutz der Minderheitsaktionäre positiv, führt aber letztlich dazu, dass kotierte Tochtergesellschaften nicht in einer befriedigenden Weise in einen Konzern einbezogen werden können, da es unmöglich ist, sie betrieblich und finanziell zu integrieren. Dies führt im Umkehrschluss dazu, dass

[146] Aufgrund der Tatsache, dass für Aktien kotierter Gesellschaften in der Regel ein liquiderer Markt besteht als für Aktien privat gehaltener Gesellschaften, unterscheiden sich die Positionen von Aktionären kotierter und solcher nicht kotierter Gesellschaften de facto jedoch erheblich (vgl. auch KUNZ, S. 595 ff.).

es für einen Konzern nicht sinnvoll ist, eine Tochtergesellschaft, die er integrieren will, zu kotieren. Die Kotierung einer Tochtergesellschaft ist nur dann sinnvoll, wenn die betreffende Gesellschaft nicht in den Konzern integriert werden soll, sondern selbständig von ihren eigenen Organen geführt wird und das Engagement vom beherrschenden Konzern trotz der Beherrschung als Finanzbeteiligung gesehen wird.

Wenn ein Konzern tatsächlich eine Tochtergesellschaft kotieren will, um damit ein "Fenster zum Kapitalmarkt" zu öffnen, so muss sich der Konzern im Klaren sein, dass es nicht nur um die Aufnahme von billigem Eigenkapital gehen kann, sondern dass der Gesamtkonzern sich dann auch tatsächlich auf die Kotierung einrichten muss und das "Spiel der kotierten Gesellschaft" ernsthaft spielen muss.

Literaturverzeichnis

BAUEN, MARC/BERNET, ROBERT: Schweizer Aktiengesellschaft, Zürich et al. 2007.

BIERI, NOËL/RÜDLINGER, KATHARINA: Börsenrechtliche Meldepflichten bei Unternehmensübernahmen, in: TSCHÄNI, RUDOLF (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XIV, Zürich 2012, S. 135.

BÖCKLI, PETER: Schweizer Aktienrecht, Zürich et al. 2009.

DRUEY, JEAN NICOLAS/DRUEY JUST, EVA/GLANZMANN, LUKAS: Gesellschafts- und Handelsrecht, Zürich et al. 2012.

FORSTMOSER, PETER/MEIER-HAYOZ, ARTHUR/NOBEL, PETER: Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.

FRITSCHI, OLIVER: Die Offenlegung von Management-Transaktionen, Diss., Zürich 2011.

HONSELL, HEINRICH/VOGT, NEDIM PETER/WIEGAND, WOLFGANG (Hrsg.) (BasK-BEARBEITER): Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), Basel 2012.

HSU, PETER H.: Ad-hoc-Publizität, Diss., Zürich 2000.

KUNZ, PETER V.: Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001.

MEIXNER, PHILIPP: Auswirkungen von Enforcement Mechanismen auf die Qualität der Finanzberichterstattung von Schweizer Unternehmen, Diss., St. Gallen 2010.

MEYER, CONRAD (Hrsg.): Swiss GAAP FER, Zürich 2009.

NOBEL, PETER: Unternehmenskommunikation, Bern 2009.

SCHENKER, URS: Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009.

SIX SWISS EXCHANGE (Kommentar zur RLAhP): Kommentar zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie, Zürich 2011, abrufbar unter http://www.six-exchange-regulation.com.

SIX SWISS EXCHANGE (Kommentar MT): Kommentar zu Art. 56 Kotierungsreglement und der Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen, Zürich 2011, abrufbar unter http://www.six-exchange-regulation.com.

TSCHÄNI, RUDOLF: Die Gruppe im Übernahmerecht – "Are we really all one?", in: TSCHÄNI, RUDOLF (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, S. 179.

WATTER, ROLF/VOGT, NEDIM PETER (Hrsg.) (BasK-BEARBEITER): Basler Kommentar zum Börsengesetz und Finanzmarktaufsichtsgesetz, Basel 2011.

WEY, RENATE: Neueste Entwicklungen des schweizerischen Finanzmarktrechts, SZW 2002, S. 190.

ZOBL, DIETER: Einleitung und Kommentar zu Art. 1 und Art. 2a BEHG, in: HERTIG, GÉRARD/MEIER-SCHATZ, CHRISTIAN/ROTH, ROBERT/ROTH, URS P./ZOBL, DIETER (Hrsg.): Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 2000.