

Andrea Huber / Michael Gruber

Ad hoc-Publizität: Gleichbehandlung im Kapitalmarkt

Der vorliegende Aufsatz gibt einen Überblick über die Praxis der Sanktionsgremien der SWX Swiss Exchange zur Ad hoc-Publizität.

Inhaltsübersicht

1. Einleitung
2. Die kursrelevante Tatsache gemäss Art. 72 Abs. 1 KR
 - 2.1 Der Tatsachenbegriff
 - 2.1.1 Rechtliche Grundlage
 - 2.1.2 Prognosen oder Einschätzungen
 - 2.1.3 Kenntnis in den wesentlichen Punkten
 - 2.1.4 Der Umgang mit sog. Gewinnwarnungen und Gewinneinbrüchen in der Praxis der SWX
 - 2.1.4.1 SAirGroup (7. Februar 2003)
 - 2.1.4.2 PubliGroupe S.A. (29. Oktober 2002)
 - 2.2 Tätigkeitsbereich des Emittenten
 - 2.3 Nicht öffentlich bekannte Tatsache
 - 2.4 Potenzielle Kursrelevanz
 - 2.5 Bekanntgabeaufschub sowie Informationsleck
 - 2.5.1 Rechtliche Grundlage
 - 2.5.2 Verhalten bei Massenentlassungen
 - 2.5.3 Verhalten in einem Sanierungsfall
 - 2.5.4 Swiss International Air Lines Ltd. (17. September 2004)
 - 2.5.5 Banque Cantonale Vaudoise (26. Mai 2003)
 - 2.6 Beispiele von potenziell kursrelevanten Tatsachen
3. Gebot der Gleichbehandlung
 - 3.1 Rechtliche Grundlage
 - 3.2 Zahlreiche Anspruchsgruppen
 - 3.3 Richtlinie zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse
 - 3.4 Selektive Weitergabe von potenziell kursrelevanten Tatsachen – die Durchsetzung in der Praxis der SWX
 - 3.4.1 ABB Ltd. (25. Februar 2005)
 - 3.4.2 Gornergrat-Monte Rosa-Bahnen (23. Februar 2005)
 - 3.4.3 Cicorel Holding S.A. (14. November 2003)
 - 3.4.4 Swiss International Air Lines Ltd. (8. November 2003)
 - 3.4.5 Logitech international S.A. (11. Oktober 2002)
 - 3.4.6 Esec Holding AG (23. August 2002)
 - 3.4.7 Think Tools AG (20. Juni 2002)
 - 3.4.8 Charles Vögele Holding AG (17. Dezember 2001)
 - 3.4.9 Gretag Imaging Holding AG (3. Oktober 2001)
4. Verhängung von Sanktionen
5. Veröffentlichung von Sanktionen

1. Einleitung

[Rz 1] Abgesehen von wenigen kleineren Änderungen besteht die rechtliche Grundlage der Ad hoc-Publizität der SWX Swiss Exchange¹ seit der Einführung am 1. Oktober 1996 in unveränderter Form. Da sich die Praxis der SWX zur Ad hoc-Publizität in den vergangenen Jahren stark weiterentwickelt hat, tritt ab 1. Juli 2005 eine revidierte Regelung in Kraft². Seit rund vier Jahren werden bei Nichteinhaltung der Bestimmung gegenüber den Emittenten Sanktionen verhängt. Art. 72 Kotierungsreglement (KR) hat sich grundsätzlich bewährt und ist allgemein als

tauglicher Standard anerkannt. Der vorliegende Aufsatz geht nicht speziell auf die Neuerungen der Ad hoc-Publizität ein, sondern soll einen Überblick über die Ad hoc-Publizität in der Praxis der SWX geben.

[Rz 2] Die Ad hoc-Publizität erfüllt verschiedene Zwecke. Art. 72 KR soll für den Anleger einerseits Transparenz und Gleichbehandlung sicherstellen sowie die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte³ gewährleisten, indem gegenwärtige und potenzielle Marktteilnehmer möglichst chancengleich und zeitnah mit kursrelevanten Informationen versorgt werden. Damit dient die Ad hoc-Publizität auch der Insiderprävention. Ein allfälliger Informationsvorsprung von Insidern⁴ gegenüber den übrigen Marktteilnehmern wird schnellstmöglich abgebaut, so dass der Insider seine erlangten Kenntnisse nicht ausnützen kann⁵. Namentlich aufgrund der offensichtlichen Schwachpunkte des bestehenden schweizerischen Insiderrechts⁶ kommt diesem Aspekt eine massgebliche Bedeutung zu. Ferner sollen die Publizitätslücken zwischen dem Jahresbericht und den Zwischenberichten gefüllt werden⁷.

2. Die kursrelevante Tatsache gemäss Art. 72 Abs. 1 KR

2.1 Der Tatsachenbegriff

2.1.1 Rechtliche Grundlage

[Rz 3] Bekanntgabepflichtig nach Art. 72 Abs. 1 KR sind keineswegs alle Informationen, sondern nur qualifizierte Ereignisse⁸: Es werden lediglich nicht öffentlich bekannte, potenziell kursrelevante Tatsachen aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten erfasst⁹. Im Kotierungsreglement sowie in anderen Publikationen der SWX findet sich keine Definition des Tatsachenbegriffs. Es wird einzig festgehalten, dass Gerüchte, Ideen, Planungsvarianten sowie Absichten nicht zur Publikationspflicht gehören¹⁰. Die Deutsche Börse und das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel verstehen unter einer Tatsache einen Vorgang der Gegenwart oder Vergangenheit, der einer objektiven Klärung zugänglich ist und als etwas Geschehenes oder Vorhandenes bewiesen werden kann¹¹. Werturteile wie Meinungsäusserungen, Rechtsauffassungen oder persönliche Ansichten haben daher grundsätzlich keinen Tatsachencharakter, denn sie sind nicht dem Beweis zugänglich¹². In der Praxis der SWX wird der Tatsachenbegriff weit ausgelegt. So hat die Disziplinarcommission entschieden, dass beispielsweise auch eine grundlegende Strategieänderung als Tatsache im Sinne von Art. 72 KR zu qualifizieren ist¹³.

2.1.2 Prognosen oder Einschätzungen

[Rz 4] Prognosen und Einschätzungen über ein zukünftiges Geschäftsergebnis können eine erhebliche Beeinflussung des Börsenkurses nach sich ziehen. Kursschwankungen von zehn oder fünfzehn Prozent sind an der Tagesordnung, es sind aber auch schon Kurseinbrüche von mehr als fünfzig Prozent beobachtet worden. Diese Feststellung ist insofern zu relativieren, als der Free Float¹⁴ gewisser an der SWX kotierter Titel sehr gering ist und daher bereits bei kleinen Handelsvolumen erhebliche Kursausschläge resultieren können. Prozentangaben sind untauglich für die Feststellung einer erheblichen Kursveränderung.

[Rz 5] Es stellt sich die Frage, ob einer solchen Prognose überhaupt Tatsachenqualität im Sinne von Art. 72 KR zukommen kann. Unterschieden wird zwischen Prognosen, die blosser Erwartungen oder Hoffnungen widerspiegeln und solchen, die weitgehend auf Fakten beruhen¹⁵. Prognosen, die auf Erwartungen oder Hoffnungen beruhen, sind nicht als Tatsachen zu werten. Prognosen oder Einschätzungen betreffend ein Jahresergebnis hingegen können unter den Tatsachenbegriff gemäss Art. 72 KR fallen, wenn sie weitgehend auf anderen Tatsachen beruhen. Dabei sind verschiedene Faktoren zu berücksichtigen, so der Zeitpunkt der Abgabe der Prognose, die Position der Person, welche die Prognose abgibt, sowie das Prognoserisiko.

[Rz 6] Wenn eine Prognose nach Abschluss des Geschäftsjahres, jedoch vor Publikation der Jahresrechnung erfolgt, so ist sie grundsätzlich als Tatsache zu qualifizieren, sofern die anderen Faktoren ebenfalls diesen Schluss zulassen. Je mehr eine Prognose auf objektiv feststellbaren Tatsachen basiert und je geringer der Anteil an Vermutungen und Hochrechnungen ist, desto kleiner ist das Prognoserisiko. Um dieses einzuschätzen, stützt sich der Markt auf die im gegebenen Zeitpunkt bestehende Tatsachengrundlage. Entscheidend ist weiter, inwieweit die Person, welche die Prognose abgibt, Zugang zu diesen Tatsachen hat und aus diesen auch die richtigen Schlüsse zu ziehen vermag:

Handelt es sich um eine Person, die zu den obersten Führungskräften eines Unternehmens gehört, so kommt der Prognose eine andere Gewichtung zu, als wenn sie von einem Mitglied des mittleren Kaders gemacht wird.

2.1.3 Kenntnis in den wesentlichen Punkten

[Rz 7] Weiter wird die Kenntnis in den wesentlichen Punkten vorausgesetzt¹⁶. Der erforderliche Kenntnisstand ist erreicht, wenn sich allfällige Unsicherheiten soweit erhärtet haben, dass eine verantwortungsvolle öffentliche Bekanntgabe möglich ist¹⁷. Der Emittent darf in der Regel nicht zuwarten, bis er die Tatsache in allen Einzelheiten kennt. Bei komplexen Ereignissen – insbesondere im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen – kann es sinnvoll oder gar notwendig sein, die Öffentlichkeit mehrstufig zu informieren¹⁸ (sog. Mehrphasen-Theorie¹⁹).

[Rz 8] Unternehmerische Entscheide durchlaufen bis zu ihrer endgültigen Realisation gewöhnlich mehrere Entwicklungsstufen. Eine Tatsache im Sinne von Art. 72 Abs. 1 KR liegt aber nicht erst dann vor, wenn beispielsweise ein formeller Beschluss des Verwaltungsrates ergangen ist²⁰. Dies würde dem Sinn der Ad hoc-Publizität als insiderrechtliche Präventivmassnahme und Informationsmedium für den Markt widersprechen.

[Rz 9] Die Kenntnis des Emittenten reicht aus, so zum Beispiel die Kenntnis der Geschäftsleitung oder des Finanzchefs. Der Tatsachenbegriff darf nicht in einem gesellschaftsrechtlichen Sinne verstanden werden, wonach es eines formellen Beschlusses bedarf, bis eine Publikationspflicht vorliegt²¹. Im Extremfall müsste ansonsten gar die zweimonatige Anfechtungsfrist eines Generalversammlungsbeschlusses²² abgewartet werden, was zweifellos nicht dem Sinn und den Zielen der Ad hoc-Publizität entsprechen würde.

2.1.4 Der Umgang mit sog. Gewinnwarnungen²³ und Gewinneinbrüchen in der Praxis der SWX

[Rz 10] Unter einer Gewinnwarnung wird der Hinweis eines Emittenten verstanden, dass der voraussehbare Gewinn oder Verlust den vom Emittenten im Markt oder bei Analysten geweckten Erwartungen nicht entsprechen wird. Je präziser Prognosen bekannt gegeben werden, desto grösser ist ein allfälliger Korrekturbedarf. Eine Gewinnwarnung wird jedoch nur dann als kursrelevante Tatsache gemäss Art. 72 Abs. 1 KR betrachtet, wenn die Erwartungshaltung vom Emittenten selbst geweckt wurde²⁴. Keine Bekanntgabepflicht besteht hingegen, wenn die sich nachträglich als falsch erweisenden Erwartungen nicht vom Emittenten selbst, sondern von Dritten geweckt wurden. Trotzdem kann es sich für den Emittenten in diesen Fällen – nicht zuletzt aus eigenem Interesse – als sinnvoll erweisen, korrigierend entgegenzuwirken, indem er die Öffentlichkeit über die aktuellen Prognosen der Gesellschaft orientiert.

[Rz 11] Eine Information des Marktes kann sich schliesslich auch aufdrängen, wenn der Emittent keine Prognosen abgegeben hat, der Gewinn oder Umsatz jedoch klar von den Zahlen der Vorperiode abweicht²⁵. In diesen Fällen wird von einem Gewinn- bzw. Umsatzeinbruch gesprochen²⁶.

2.1.4.1 SAirGroup (7. Februar 2003)²⁷

[Rz 12] Die Disziplinarkommission der SWX sanktionierte die SAirGroup wegen einer Verletzung von Art. 72 KR mit einer Busse. Angesichts der offensichtlichen Uneinbringbarkeit wurde die Busse jedoch nicht beziffert, obschon eine schwere Verletzung der Ad hoc-Publizität vorlag.

[Rz 13] Der SAirGroup wurde vorgeworfen, nicht rechtzeitig über die gegenüber der Prognose vom 22. August 2000 erheblich veränderte finanzielle Lage informiert zu haben. An diesem Datum wurde in einer Pressemitteilung bekannt gegeben, dass im Jahre 2000 ein Konzerngewinn – wenn auch unter den Vorjahreswerten – erreicht würde. Im Geschäftsbericht 2000 schliesslich informierte die SAirGroup am 2. April 2001 über tiefrote Zahlen (i.c. ein Verlust in der Höhe von CHF 2.885 Milliarden).

[Rz 14] Die Disziplinarkommission führte in ihrer Entscheid aus, dass die Verantwortlichen der SAirGroup spätestens im Zeitpunkt der Verwaltungsratssitzung vom 22. November 2000 erkannt haben mussten, dass die Gesellschaft eine Gewinnwarnung publizieren müsse. Eine Publikumsgesellschaft, die eine Prognose veröffentlicht habe, müsse neue Erkenntnisse bekannt geben, sobald ernsthafte Anzeichen vorliegen, dass die selbst geweckten Erwartungen nicht mehr erreicht werden können. Insbesondere dürfe sie nicht auf eine Gewinnwarnung verzichten, um so eine negative Veränderung der Beurteilung des Unternehmens vorerst abzuwenden.

[Rz 15] Im gleichen Entscheid rügte die Disziplinarcommission, dass am 7. März 2001 die Mitteilung des Rücktritts des Verantwortlichen des Fluggeschäfts während der Handelszeit erfolgte, ohne die SWX vorgängig darüber zu informieren^{27a}. Wesentliche Veränderungen in der Geschäftsleitung gehörten zu den potenziell kursrelevanten Tatsachen, die – wenn immer möglich – ausserhalb der Handelszeiten²⁸ zu veröffentlichen seien.

2.1.4.2 PubliGroupe S.A. (29. Oktober 2002)

[Rz 16] Die PubliGroupe S.A. hat gegen die Vorschriften der Ad hoc-Publizität verstossen, indem sie einen massiven Gewinneinbruch im ersten Halbjahr 2001 erst am 4. September 2001, dem für die Präsentation der Halbjahreszahlen ursprünglich vorgesehenen Termin, veröffentlicht hat. Die Unternehmensleitung verfügte bereits am 15. August 2001 über erste provisorische Zahlen, der Verwaltungsrat hatte am 28. August 2001 von den definitiven Zahlen Kenntnis genommen. Im Jahresabschluss 2000 wurden die Aussichten für 2001 noch als ausgezeichnet dargestellt.

2.2 Tätigkeitsbereich des Emittenten

[Rz 17] Tatsachen, die zwar das Unternehmen betreffen, aber ihren Ursprung ausserhalb des Unternehmens haben, werden von den Pflichten der Ad hoc-Publizität grundsätzlich nicht erfasst. Dies gilt unabhängig davon, ob es sich um eine kursrelevante Tatsache handelt oder nicht. Trotzdem können namentlich Entscheide von Behörden, welche direkt oder indirekt börsenkotierte Unternehmen betreffen, den Kursverlauf massiv beeinflussen.

[Rz 18] So hat beispielsweise der Bundesrat am 3. Juli 2002 entschieden, dass der Mindestzinssatz für die Verzinsung der Altersguthaben der 2. Säule von 4 auf 3 Prozent gesenkt wird. Anlässlich der auf 12:15 Uhr angesetzten Medienkonferenz wurde die Öffentlichkeit darüber orientiert. Als Folge davon sind die Aktienkurse der an der SWX kotierten Versicherungsgesellschaften teils massiv gestiegen, einige Titel avancierten um rund 25 Prozent. Der Bund untersteht bei der Kommunikation von Informationen nicht den Vorschriften von Art. 72 KR. Trotzdem wäre es aus Sicht der SWX im Sinne der Gleichbehandlung der Anleger sehr begrüssenswert, wenn der Bund und andere staatliche Stellen bei Mitteilungen, welche voraussichtlich zu einer massgeblichen Veränderung der Aktienkurse börsenkotierter Unternehmen führen können, die Handelszeiten der SWX berücksichtigen würden.

[Rz 19] Ausnahmsweise besteht für einen Emittenten eine Pflicht zur Ad hoc-Publizität, auch wenn die Tatsache ihren Ursprung ausserhalb seines direkten Tätigkeitsbereiches hat. Dies ist dann der Fall, wenn Entscheide von Dritten zum Eintritt einer kursrelevanten Tatsache innerhalb des Tätigkeitsgebiets des Emittenten führen. Beispiele dafür sind Entscheide von Wettbewerbs- oder Aufsichtsbehörden oder Konkurs eines besonders wichtigen Vertragspartners. Bei Gerichtsfällen von erheblicher Tragweite ist es empfehlenswert, sowohl bei der Klageeinleitung oder Kenntnis der Klage als auch bei Kenntnis des Urteils den Markt zu informieren²⁹.

2.3 Nicht öffentlich bekannte Tatsache

[Rz 20] Die Tatsache darf bislang nicht öffentlich bekannt gewesen sein. Potenziell kursrelevant können per se nur neue Tatsachen sein³⁰. Das Erfordernis der Neuigkeit deutet auf die Überraschungsqualität hin, die der Tatsache innewohnen muss, damit die Bekanntgabepflicht entsteht³¹.

2.4 Potenzielle Kursrelevanz

[Rz 21] Als kursrelevant gelten neue Tatsachen, die wegen ihrer beträchtlichen Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsgang des Emittenten geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen³². Auf die Angabe eines bestimmten Prozentsatzes einer Veränderung wurde von der SWX bewusst verzichtet, denn Prozentangaben taugen nicht zur Konkretisierung einer erheblichen Kursänderung. Zu viele externe Faktoren beeinflussen den Verlauf von Aktienkursen. Ab dem 1. Juli 2005 verzichtet die SWX auf das Erfordernis der «beträchtlichen Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsgang der Emittenten»³³.

[Rz 22] Das Potenzial zu einer erheblichen Änderung des Kurses genügt bereits³⁴. Es wird damit insbesondere nicht

gefordert, dass es tatsächlich zu einer Veränderung des Kurses kommt. Nur ein geringfügiges Kursbewegungspotenzial genügt hingegen nicht. Eine Tatsache ist in der Regel dann von erheblicher Kursrelevanz, wenn ein durchschnittlicher Investor diese Tatsache als Basis für eine Investitionsentscheidung machen würde. Diese Formel wurde in den USA entwickelt³⁵. Zu fragen ist: «Würde ein durchschnittlicher Kapitalmarktteilnehmer aufgrund der neuen, noch nicht veröffentlichten Information das betreffende Wertpapier kaufen oder verkaufen oder es weiterhin halten, weil er der Ansicht ist, dass der aktuelle Kurs diese Information unzureichend reflektiert?» Wenn ja – oder im Zweifelsfall – besteht die Pflicht zur Ad hoc-Meldung³⁶. Dem Emittenten muss dabei im Rahmen seines verantwortungsvollen Informationsmanagements ein gewisser Beurteilungsspielraum zugestanden werden, da sich die Ad hoc-Publizität stark durch zukunftsgerichtete Elemente auszeichnet.

[Rz 23] Es ist auch denkbar, dass eine Tatsache, bei welcher mangels Neuheit der Information eigentlich nicht von einer potenziellen Kursrelevanz auszugehen ist, trotzdem beträchtliche Kursschwankungen auslöst. Dies kann insbesondere dann der Fall sein, wenn eine bereits herausgegebene Information von den Marktteilnehmern längere Zeit falsch eingeschätzt worden ist³⁷.

2.5 Bekanntgabeaufschub sowie Informationsleck

2.5.1 Rechtliche Grundlage

[Rz 24] Grundsätzlich hat der Emittent zu informieren, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat. Nur ausnahmsweise ist es zulässig, die Bekanntgabe potenziell kursrelevanter Tatsachen aufzuschieben³⁸, nämlich dann, wenn die neue Tatsache auf einem Plan oder Entschluss beruht und deren Verbreitung geeignet ist, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen. In jenen Fällen, in denen ein Bekanntgabeaufschub vorgenommen wird, hat der Emittent die umfassende Vertraulichkeit der Tatsache zu gewährleisten³⁹. Je rascher ein Unternehmen mit einer potenziell kursrelevanten Tatsache an den Markt gelangt und je weniger Personen innerhalb und ausserhalb des Unternehmens Kenntnis davon haben («need-to-know-basis»), desto geringer ist das Leckrisiko. Tritt ein Informationsleck auf, so ist der Pflicht zur Ad hoc-Publizität sofort nachzukommen. Die Bekanntgabe der Tatsache hat unverzüglich zu erfolgen, auch wenn eine spätere Publikation geplant war. Insbesondere ist bei Auftreten eines Lecks während der Handelszeit die SWX umgehend telefonisch zu kontaktieren.

2.5.2 Verhalten bei Massentlassungen

[Rz 25] Ein spezielles Problem im Zusammenhang mit der Ad hoc-Publizität ergibt sich bei Massentlassungen⁴⁰. Beabsichtigt der Arbeitgeber, eine Massentlassung vorzunehmen, so hat er die Arbeitnehmervertretung oder, falls es keine solche gibt, die Arbeitnehmer zu konsultieren⁴¹. Der Arbeitgeber ist zur Einleitung der Konsultation verpflichtet, sobald er eine Massentlassung in Erwägung zieht. Er darf also nicht zuwarten, bis die Massentlassung bereits beschlossen ist. Der Sinn der Konsultation besteht darin, den Arbeitnehmern eine Einwirkung auf die Entscheidungsfindung des Arbeitgebers zu ermöglichen. Die Konsultation muss daher stattfinden, bevor der Arbeitgeber den definitiven Beschluss gefasst hat, eine Massentlassung vorzunehmen⁴². Der Arbeitgeber kann nach der Konsultation jedoch frei darüber entscheiden, ob er die Massentlassung vornehmen will.

[Rz 26] Eine Massentlassung im Sinne des Obligationenrechts ist grundsätzlich als potenziell kursrelevante Tatsache zu qualifizieren. Somit steht diese bundesgesetzliche Vorschrift bei börsenkotierten Gesellschaften in einem Spannungsverhältnis zum Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 72 KR. Einerseits muss verhindert werden, dass die Arbeitnehmervertreter aufgrund ihres Wissens über die geplante Massentlassung Geschäfts in Aktien der betreffenden Gesellschaften tätigen, und andererseits besteht wegen des relativ breit gestreuten Wissens eine erhebliche Leckgefahr, obschon die Arbeitnehmervertreter⁴³ grundsätzlich zur Verschwiegenheit angehalten werden.

[Rz 27] Nach einhelliger Lehre kann der Arbeitgeber den Arbeitnehmern eine Frist zur Stellungnahme ansetzen⁴⁴. Aus Sicht der Ad hoc-Publizität ist es wünschenswert, dass die Konsultationsfrist möglichst kurz gehalten wird. Für die Arbeitnehmervertretung auf der anderen Seite ist es jedoch wichtig, eine relativ lange Zeitspanne zur Verfügung zu haben. Bei der Bemessung der Frist hat sich der Arbeitgeber an den Grundsatz von Treu und Glauben zu halten. Ohne sich konkret auf eine Frist festzulegen, bezeichnet das Bundesgericht eine 24-stündige Frist als «jedenfalls zu kurz», während eine Frist von vier bis sechs Wochen «erheblich zu hoch gegriffen sein dürfte»⁴⁵.

[Rz 28] Unter Berücksichtigung der dargestellten Problematik ist insbesondere in denjenigen Fällen, wo keine Arbeitnehmervertretung besteht, sondern gemäss gesetzlicher Vorschrift alle Arbeitnehmer über eine geplante Massenentlassung konsultiert werden müssen, zu fordern, dass die Öffentlichkeit zeitnah über die Ereignisse im Unternehmen informiert wird. Dies bedeutet, dass der Grundsatzentscheid des Arbeitgebers, eine Massenentlassung vorzunehmen, mittels Ad hoc-Mitteilung öffentlich bekannt zu geben ist. Nach der Konsultation der Mitarbeiter bzw. der Arbeitnehmervertretung erfolgt der definitive Entscheid des Arbeitgebers über die Massenentlassung. Diese Tatsache ist in einer zweiten Pressemitteilung zu kommunizieren.

[Rz 29] Auf jeden Fall sollte dem Interessenwiderspruch zwischen den Rechten der Arbeitnehmervertreter, dem Informationsanspruch der Öffentlichkeit und dem Anspruch der Mitarbeiter auf direkte Information über ihre Entlassung möglichst pragmatisch begegnet werden.

2.5.3 Verhalten in einem Sanierungsfall

[Rz 30] In der finanziellen Zerfall- bzw. Sanierungsphase eines Unternehmens sieht sich die Unternehmensleitung unter anderem auch im Rahmen der Ad hoc-Publizität mit besonderen Herausforderungen konfrontiert. Es stellt sich die Frage, wann das Unternehmen die Öffentlichkeit worüber informieren muss. Aus Sicht der Kommunikation von potenziell kursrelevanten Tatsachen sind grob drei Phasen zu unterscheiden: erstens das Erkennen des Sanierungsbedarfs, zweitens die Ausarbeitung eines Sanierungsplans und drittens die eigentliche Sanierungsphase.

[Rz 31] Das Entdecken der Sanierungsbedürftigkeit des Unternehmens ist als potenziell kursrelevante Tatsache zu qualifizieren. Grundsätzlich müssten folglich die Marktteilnehmer darüber orientiert werden. Jedoch wird gerade in dieser Situation das Aufschieben einer Ad hoc-Mitteilung für den Emittenten in der Regel (überlebens)notwendig sein. Gibt ein Unternehmen in dieser Phase bekannt, dass eine umfassende Sanierung unumgänglich ist, so wird der Aktienkurs wohl massiv einbrechen und alle Sanierungsbestrebungen werden von vornherein zum Scheitern verurteilt sein⁴⁶. Es treffen somit die Interessen der Gesellschaft, die notwendig werdende Sanierung möglichst unter Ausschluss der Öffentlichkeit vorzubereiten, und das Interesse des Marktes an einer umgehenden Information über die einzuleitenden Sanierungsmassnahmen aufeinander⁴⁷.

[Rz 32] Die Ausarbeitung eines Sanierungsplans ist ebenfalls den potenziell kursrelevanten Tatsachen zuzurechnen. Auch in dieser Phase kann das Aufschieben der Ad hoc-Mitteilung für die Gesundung des Unternehmens zwingend sein. Denn müsste der Emittent, der einen Sanierungsplan ausgearbeitet hat, entweder diesen Plan oder die finanziellen Schwierigkeiten, die den Plan bedingt haben, bekannt geben, so bestünde die Gefahr, dass die Sanierungsbestrebungen gerade durch die Bekanntgabe der finanziellen Schieflage verunmöglicht oder zumindest erschwert würden. Die Lösung kann damit nur im Bekanntgabeaufschub⁴⁸ liegen. Um diesen vorschriftsgemäss in Anspruch nehmen zu können, muss der Emittent tatsächlich konkrete Massnahmen geplant oder beschlossen haben⁴⁹ und diese bei objektiver Betrachtung betriebs- und finanzwirtschaftlich sowie rasch umsetzen können⁵⁰. Die Zulässigkeit des Bekanntgabeaufschubs entfällt unmittelbar dann, wenn durch das Auftreten eines Informationslecks die Vertraulichkeit nicht mehr umfassend gewährleistet werden kann.

[Rz 33] Während einer laufenden Sanierung hat der Emittent regelmässig die betriebs- und finanzwirtschaftlichen Erfolgsaussichten seiner Bestrebungen zu hinterfragen. Nur ein erfolgversprechender Sanierungsplan rechtfertigt im Sinne einer Interessenabwägung zwischen den Interessen der Öffentlichkeit und den Interessen des Emittenten die Geheimhaltung.

[Rz 34] In diesem Zusammenhang ist in Analogie auf die bundesgerichtliche Rechtsprechung hinzuweisen, wonach von einer Benachrichtigung des Richters⁵¹ abgesehen werden kann, wenn konkrete Aussichten auf eine Sanierung bestehen⁵². Voraussetzung dafür ist, dass die Forderungen der Gesellschaftsgläubiger nicht durch eine neuerliche Verschlechterung der finanziellen Lage gefährdet werden. Es muss demnach die dauerhafte finanzielle Gesundung der Gesellschaft erwartet werden können. Das Bundesgericht nimmt somit eine gesamthafte Interessenabwägung vor. Dies muss auch für die Ad hoc-Publizität gelten. Ist mit einer erhöhten Wahrscheinlichkeit zu erwarten, dass den Sanierungsbestrebungen eines Unternehmens Erfolg beschieden sein wird, so muss es dem Emittenten erlaubt sein, vom Bekanntgabeaufschub Gebrauch zu machen. Es sind nicht zuletzt die Investoren, welche davon profitieren, dass eine Sanierung erfolgreich durchgeführt werden kann. Dafür müssen sie in Kauf nehmen, über einen gewissen

Zeitraum nicht umgehend über die Lage im Unternehmen informiert zu werden.

[Rz 35] Es liegt jedoch auf der Hand, dass eine Sanierung unter Ausschluss der Öffentlichkeit kaum denkbar ist. Zu viele Parteien sind in der Regel in Sanierungsbestrebungen eines Unternehmens involviert. Es lässt sich für die betroffene Gesellschaft daher nicht vermeiden, zu einem gewissen Zeitpunkt den Markt darüber zu orientieren. Wo genau dieser Zeitpunkt liegt, muss im konkreten Fall definiert werden. Als Leitlinie für den Emittenten muss gelten, dass je konkreter und glaubwürdiger er zum gegebenen Zeitpunkt die Öffentlichkeit über die Sanierungsmassnahmen informieren kann, desto erfolgversprechender die Sanierung sein wird.

2.5.4 Swiss International Air Lines Ltd. (17. September 2004)

[Rz 36] Die Disziplinarkommission sanktionierte die Swiss International Air Lines Ltd. («Swiss») mit einer Busse von CHF 10'000 im Zusammenhang mit dem Auftreten eines Informationslecks anlässlich der Publikation der Finanzzahlen für die ersten drei Quartale 2003. Ein Tag vor der Verwaltungsratssitzung der Swiss, an welcher die Zahlen verabschiedet wurden, waren diese in der «SonntagsZeitung» zu lesen. Wie sich in der Folge zeigte, stimmten diese Zahlen zwar nicht ganz genau mit jenen überein, welche die Swiss später selbst publizierte, sie stellten jedoch auch nicht bloss Gerüchte oder Gewinnschätzungen dar. Die Disziplinarkommission kam daher zum Schluss, dass bei der Swiss ein Informationsleck aufgetreten sein musste.

[Rz 37] Die Gesellschaft hätte richtig reagiert, indem sie die Zahlen bis spätestens am Montagmorgen neunzig Minuten vor Handelsbeginn publiziert hätte. Die Öffentlichkeit hätte diesfalls Gewissheit über die finanzielle Situation gehabt und hätte diese Information insbesondere direkt von der Swiss erhalten. Die Swiss hat sich hingegen dafür entschieden, die Neunmonatsresultate erst am Montagabend nach Handelsschluss zu kommunizieren. Zu Beginn des Handelstages brach der Kurs der Swiss-Aktie an der SWX markant ein⁵³.

[Rz 38] In ihrem Entscheid führte die Disziplinarkommission aus, dass die Gesellschaft, welche einem hohen öffentlichen Interesse ausgesetzt ist und welche bereits wiederholt Opfer von Artikeln worden war, welche offensichtlich auf Informationslecks beruhten, mit erneuten Lecks rechnen müsse. Insbesondere hätten die Organe der Gesellschaft es unterlassen, gemäss den relevanten Vorschriften⁵⁴ die Quartalszahlen derart schnell in genehmigter Form publikationsfähig bereit zu stellen, dass im Falle eines Lecks die unverzügliche Bekanntgabe hätte vorgenommen werden können.

[Rz 39] Bereits in einem früheren Entscheid⁵⁵ hat die Disziplinarkommission festgehalten, dass sich eine Gesellschaft nach Auftreten eines Informationslecks betreffend Finanzzahlen nicht auf den Standpunkt stellen könne, dass eine publikationspflichtige Tatsache erst dann vorliege, wenn der Verwaltungsrat darüber einen Beschluss gefasst habe. Bereits wenn der Chief Financial Officer Kenntnis von den – allenfalls noch provisorischen – Zahlen hat, kann demnach im Falle eines Informationslecks eine Bekanntgabepflicht des Unternehmens bestehen. Relevant ist mithin nicht eine gesellschafts-, sondern eine kapitalmarktrechtliche Betrachtungsweise.

2.5.5 Banque Cantonale Vaudoise (26. Mai 2003)

[Rz 40] Nach einem Informationsleck bei der Banque Cantonale Vaudoise («BCV») veröffentlichte die Zeitung «Le Matin Dimanche» die wesentlichen Punkte einer geplanten Umstrukturierung. Obwohl die BCV das Auftreten eines Informationslecks erkannt hatte, unterliess sie es, die Öffentlichkeit unmittelbar danach in Kenntnis zu setzen. Aus diesem Grund hat der Ausschuss der Zulassungsstelle gegen die BCV einen Verweis mit Publikation⁵⁶ ausgesprochen.

[Rz 41] Gemäss diesem Entscheid ist der Emittent verpflichtet, bei Auftreten eines Lecks die Öffentlichkeit umgehend klar und umfassend zu informieren, auch wenn eine spätere Publikation geplant war. Nachdem «Le Matin Dimanche» am 15. September 2002 vertrauliche Informationen veröffentlicht hatte, hätte die BCV die Öffentlichkeit sofort informieren müssen, anstatt sich jeglichen Kommentars über die in der Presse erschienenen Informationen zu enthalten. Der Ausschuss der Zulassungsstelle hat ausgeführt, dass es einen Unterschied mache, ob die Presse potenziell kursrelevante Tatsachen wiedergebe oder ob die Öffentlichkeit direkt durch den Emittenten darüber informiert werde.

2.6 Beispiele von potenziell kursrelevanten Tatsachen

[Rz 42] Um nach Art. 72 KR relevant zu werden, muss ein Ereignis in seinen Auswirkungen als aussergewöhnlich und tiefgreifend erscheinen⁵⁷. Darunter fallen beispielsweise wesentliche Unternehmensübernahmen, Kapitalveränderungen wie Kapitalerhöhung oder -herabsetzung bzw. Aktienrückkaufsangebote, sogenannte Gewinnwarnungen⁵⁸, die Einstellung, drastische Reduktion oder Neueinführung der Dividende, tiefgreifende Veränderungen im Geschäftsverlauf, Strategiewechsel, wesentliche Veränderungen im Verwaltungsrat, der Geschäftsleitung und der Revisionsstelle oder auch die nachträgliche Richtigstellung einer Fehlinformation. Eine abschliessende Liste von ad hoc-relevanten Tatbeständen existiert nicht. Theoretisch ist eine unendliche Fülle von Sachverhalten denkbar.

3. Gebot der Gleichbehandlung⁵⁹

3.1 Rechtliche Grundlage

[Rz 43] Art. 72 Abs. 4 KR statuiert die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer. In den letzten Jahren hat das Bewusstsein der kotierten Gesellschaften betreffend Wichtigkeit einer reglementkonformen Kommunikation von Unternehmensnachrichten stark zugenommen. Insbesondere durch das Internet ist es zu einer gewissen «Demokratisierung» in der Informationsverbreitung gekommen. Heute ist es auch für den Kleinanleger ohne unzumutbar grossen Aufwand möglich, innert kürzester Zeit zu den relevanten Informationen zu gelangen. Was der Marktteilnehmer schliesslich mit der ihm zur Verfügung gestellten Information anzufangen weiss, ist ihm überlassen. Entscheidend ist mit anderen Worten die Chancengleichheit⁶⁰, nicht die Ergebnisgleichheit.

[Rz 44] Nicht im Einklang mit dem Gleichbehandlungsgebot steht eine selektive Versorgung einzelner Marktteilnehmer mit potenziell kursrelevanten Informationen. Dieses Verbot findet sich auch in anderen Rechtsordnungen. Aktuelle und potenzielle Marktteilnehmer sollen in gleicher Weise die Möglichkeit haben, von den kursrelevanten Tatsachen Kenntnis zu nehmen. Eine selektive Öffentlichkeit wie zum Beispiel ausgesuchte Medienvertreter, Analysten, bestehende Aktionäre (insbesondere Grossaktionäre) oder Geschäftspartner wird nicht als Öffentlichkeit gemäss Art. 72 Abs. 4 KR verstanden⁶¹.

3.2 Zahlreiche Anspruchsgruppen

[Rz 45] Folgendes Beispiel soll erläutern, dass die Information für verschiedene Anspruchsgruppen zielgruppenspezifisch aufbereitet werden kann: Der Emittent publiziert am Morgen vor Handelsbeginn seinen Jahresabschluss mit den entsprechenden Eckdaten wie Gewinn bzw. Verlust, Umsatz etc. Gleichzeitig gibt er einen Stellenabbau von 500 Arbeitsplätzen bekannt. Anlässlich der Medienkonferenz im Laufe des Vormittags erteilt er über das Ausmass dieses Stellenabbaus detaillierter Auskunft. Am Nachmittag schliesslich erläutert der Emittent an der Analystenkonferenz den Jahresabschluss näher. Unter der Voraussetzung, dass während der Handelszeit keine neuen Tatsachen im Sinne von Art. 72 KR verbreitet werden, steht diese Vorgehensweise im Einklang mit dem Gleichbehandlungsprinzip.

[Rz 46] Der Grundsatz der Gleichbehandlung verbietet es den Emittenten auch nicht, mit institutionellen Anlegern, Analysten oder Journalisten Einzelgespräche zu führen und ihnen strategische Entscheide vertieft zu erläutern. So kann Gerüchten bzw. Fehleinschätzungen vorgebeugt werden. Auch hier gilt es allerdings stets zu beachten, dass keine neuen, potenziell kursrelevanten Tatsachen kommuniziert werden.

3.3 Richtlinie zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse⁶²

[Rz 47] Am 1. Juli 2003 sind die Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung in Kraft getreten. Ein Analyst, der im Rahmen seiner Tätigkeit ausnahmsweise privilegierte Informationen erhalten hat, muss danach die Gesellschaft informieren, dass die ihm mitgeteilte Information offen zu legen sei⁶³. Weiter soll eine Bank, die eine Gesellschaft durch ihre Finanzanalyse beurteilt bzw. Empfehlungen zu deren Titeln abgibt, die Gesellschaft in geeigneter Form auf deren Verpflichtung aufmerksam machen, alle Finanzanalysten, die Research-Berichte erstellen wollen oder erwägen, dies zu tun, inhaltlich und

zeitlich gleich zu behandeln⁶⁴.

[Rz 48] Aus Sicht der SWX wird Analysten und Journalisten auch in Zukunft eine bedeutende Funktion in der Beurteilung und Verarbeitung von Informationen zukommen. Sie sollen jedoch nicht deshalb bessere Artikel schreiben, weil sie exklusiv potenziell kursrelevante Informationen erhalten haben, sondern weil sie derart professionell arbeiten, dass sie in der Lage sind, allgemein zugängliche Informationen so zu beurteilen und zu verarbeiten, dass sie mit ihrer Berichterstattung einen echten Mehrwert schaffen.

3.4 Selektive Weitergabe⁶⁵ von potenziell kursrelevanten Tatsachen – die Durchsetzung in der Praxis der SWX

3.4.1 ABB Ltd. (25. Februar 2005)

[Rz 49] Der Ausschuss der Zulassungsstelle hat ABB Ltd. («ABB») wegen fahrlässiger Verletzung der Bestimmungen zur Ad hoc-Publizität mit einem Verweis in Verbindung mit einer Publikation gerügt. Dieser Verweis erfolgte aufgrund einer Gewinnwarnung, welche der damalige CEO und Verwaltungsratspräsident anlässlich eines Interviews selektiv nur der «NZZ am Sonntag» bekannt gegeben hatte.

[Rz 50] Am 25. Januar 2004 wurde das fragliche Interview veröffentlicht, welches folgende Passage enthielt: «Dennoch, für 2003 werden wir – trotz guten Fortschritten im Kerngeschäft – noch einen Verlust ausweisen. Er bewegt sich etwa im Rahmen des Vorjahres.» Diese Aussage entsprach nicht den bisher von ABB abgegebenen Prognosen und stellte folglich eine Gewinnwarnung dar.

[Rz 51] Die Bekanntmachung von potenziell kursrelevanten Tatsachen ist so vorzunehmen, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer möglichst gewährleistet bleibt. Um diese Gleichbehandlung sicherzustellen, verlangt die SWX als Minimalstandard, dass die ad hoc-relevante Mitteilung durch mindestens ein bei professionellen Marktteilnehmern verbreitetes elektronisches Informationssystem wie Reuters oder Bloomberg sowie durch eine Zeitung nationaler Bedeutung bekannt gegeben wird⁶⁶. Die Information nur eines dieser Medien in der Annahme, dass die Meldung von den anderen aufgenommen und verbreitet wird, verstösst gegen die Regeln der Ad hoc-Publizität. Für die Teilnehmer des Finanzmarktes spielt es für die Beurteilung der Informationsqualität eine Rolle, ob eine Ad hoc-Mitteilung direkt vom Emittenten stammt oder lediglich von einem anderen Medium übernommen wurde. Aus diesen Gründen entschied der Ausschuss der Zulassungsstelle, gegen ABB einen Verweis mit Publikation zu verhängen.

3.4.2 Gornergrat-Monte Rosa-Bahnen (23. Februar 2005)

[Rz 52] Die Gornergrat-Monte Rosa-Bahnen («GGB») haben die Vorschriften von Art. 72 KR fahrlässig verletzt, indem sie eine mit einer Sperrfrist versehene potenziell kursrelevante Tatsache während der Handelszeit selektiv mitgeteilt und damit die Chancengleichheit der Marktteilnehmer gefährdet haben.

[Rz 53] Am 10. September 2004 um 14:43 Uhr informierte GGB die SWX über die bevorstehende Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2004. Die SWX kontaktierte die Gesellschaft umgehend und machte sie auf die Vorschriften der Ad hoc-Publizität aufmerksam. Trotz dieses Hinweises versandte GGB die mit einer Sperrfrist versehene Medienmitteilung rund zwei Stunden später während des laufenden Handels an einzelne Medien. Der Grundsatz der Gleichbehandlung gemäss Art. 72 Abs. 4 KR ist unter anderem dann verletzt, wenn Ad hoc-Mitteilungen Einzelnen vorab zugestellt werden. Auch eine Sperrfrist ist ungeeignet, um die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer sicherzustellen. Es kann zu Informationsasymmetrien im Markt kommen, welche Insiderhandel begünstigen. Der Ausschuss der Zulassungsstelle hat daher GGB wegen Verletzung des Gleichbehandlungsgebots mit einem Verweis, verbunden mit einer Publikation, gebüsst.

3.4.3 Cicorel Holding S.A. (14. November 2003)

[Rz 54] Der Ausschuss der Zulassungsstelle der SWX hat gegen Cicorel Holding S.A. («Cicorel») einen Verweis mit Publikation⁶⁷ wegen fahrlässiger Verletzung von Art. 72 KR ausgesprochen. Der Verweis bezog sich auf die Art und Weise der Verbreitung der Medienmitteilung betreffend Jahresrechnung 2002 am 9. Mai 2003. Wegen technischer

Probleme orientierte Cicorel während der Handelszeit gewisse Medienagenturen selektiv, das heisst nur auf telefonische Anfrage hin. Auch wurde die Medienmitteilung nicht an die SWX übermittelt⁶⁸.

[Rz 55] Gemäss Art. 72 Abs. 4 KR sind potenziell kursrelevante Tatsachen so zu publizieren, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer möglichst gewährleistet bleibt. Gemäss den Ausführungen des Ausschusses der Zulassungsstelle hätte das Unternehmen ein Backup-System betreiben oder andere taugliche Vorkehrungen treffen müssen, um auch beim Auftreten technischer Probleme die Ad hoc-Mitteilungen rechtzeitig und vorschriftsgemäss publizieren zu können.

[Rz 56] Der Emittent hat der SWX seine Ad hoc-Mitteilung an den Markt spätestens neunzig Minuten vor Handelsbeginn zu übermitteln⁶⁹. Wenn Ad hoc-Tatsachen ausnahmsweise während des Handels publiziert werden müssen, so muss der Emittent die SWX spätestens neunzig Minuten vor der geplanten Veröffentlichung informieren, damit der Handel mit dem entsprechenden Titel allenfalls suspendiert werden kann. Cicorel hat dies im vorliegenden Fall nicht getan.

[Rz 57] Aus diesen Gründen hat der Ausschuss der Zulassungsstelle entschieden, dass die selektive Bekanntmachung der Jahresrechnung 2002 während der Handelszeit ohne vorgängige Kontaktaufnahme mit der SWX einen Verstoß gegen das Gleichbehandlungsprinzip⁷⁰ sowie gegen Art. 72 Abs. 5 KR darstellt.

3.4.4 Swiss International Air Lines Ltd. (8. November 2003)

[Rz 58] Wegen fahrlässiger Verletzung der Vorschriften der Ad hoc-Publizität ist die Swiss International Air Lines Ltd. («Swiss») vom Ausschuss der Zulassungsstelle mit einem Verweis mit Publikation⁷¹ sanktioniert worden. Der Verwaltungsrat der Swiss hat am 24. Februar 2003 eine Flottenreduktion um zwanzig Maschinen sowie den Abbau von 700 Arbeitsplätzen beschlossen. Bevor die Öffentlichkeit am Abend des folgenden Tages darüber in Kenntnis gesetzt wurde, hatte die Swiss während der Handelszeit mehrere Geschäftspartner selektiv über das beschlossene Massnahmenpaket informiert.

[Rz 59] Der Verwaltungsratsentscheid vom 24. Februar 2003 bildete gemäss den Erwägungen des Ausschusses der Zulassungsstelle eine Tatsache, die geeignet war, den Kurs erheblich zu beeinflussen. Die Kursrelevanz einer Tatsache ist danach nicht aufgrund einer tatsächlichen Kursbewegung nach Bekanntgabe der Tatsache (ex post) zu beurteilen⁷². Entscheidend sei vielmehr die abstrakte Möglichkeit der Kursbeeinflussung. Die Beurteilung, ob einer Tatsache erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial zukomme, sei unter Berücksichtigung der konkreten Umstände einzelfallweise vorzunehmen.

[Rz 60] Der Beschluss des Verwaltungsrates – so der Entscheid – bildete eine neue, der Öffentlichkeit nicht bekannte Tatsache. Obschon bereits Gerüchte über allfällige Sparmassnahmen kursierten, hatten diese nicht die Eigenschaft einer Tatsache. Mögen sie auch noch so nahe an die konkreten Massnahmen kommen, könnten sie keinesfalls die Bekanntgabepflicht des Emittenten ersetzen.

3.4.5 Logitech international S.A. (11. Oktober 2002)

[Rz 61] Aufgrund einer Missachtung von Art. 72 KR hat der Ausschuss der Zulassungsstelle gegen Logitech international S.A. («Logitech») einen Verweis mit Publikation⁷³ ausgesprochen. Die Gesellschaft wurde wegen der Art und Weise der Veröffentlichung des Quartalsberichts (Q3/2001) am 22. Januar 2002 gerügt. Logitech stellte den ad hoc-relevanten Quartalsbericht verschiedenen Medien während des laufenden Handels zu. Der Bericht war mit einer in der Praxis untauglichen Sperrfrist versehen. Die SWX wurde erst nach Handelsschluss mit der entsprechenden Mitteilung bedient⁷⁴.

[Rz 62] Gemäss der ständigen Praxis des Ausschusses der Zulassungsstelle und der Disziplinarkommission gehören Finanzzahlen grundsätzlich zu den potenziell kursrelevanten Tatsachen. Im vorliegenden Fall lagen sowohl der Umsatz als auch der Gewinn beträchtlich über den Erwartungen, welche Logitech am 23. Oktober 2001 mitgeteilt hatte. Ob eine Gewinnwarnung hätte publiziert werden müssen, war nicht Gegenstand des Verfahrens.

[Rz 63] Das Kotierungsreglement⁷⁵ verpflichtet die Emittenten, kursrelevante Tatsachen so zu veröffentlichen, dass

die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer möglichst gewährleistet bleibt. Dieser Grundsatz der Gleichbehandlung wird gemäss dem Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle i.S. Logitech verletzt, wenn Ad hoc-Mitteilungen, die mit einer Sperrfrist versehen sind, einzelnen Journalisten vorab zugestellt werden. Je mehr Personen von einer potenziell kursrelevanten Tatsache Kenntnis hätten, desto grösser sei die Gefahr eines Informationslecks.

3.4.6 Esec Holding AG (23. August 2002)

[Rz 64] Die Disziplarkommission hat der Esec Holding AG («Esec») wegen einer leichten Verletzung der Ad hoc-Publizität einen Verweis mit Publikation erteilt. Gemäss dem Entscheid ist es mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz der Marktteilnehmer nicht vereinbar, lediglich den Mitarbeitern einen wesentlichen Rückgang der Bestellungseingänge mitzuteilen. Erst fünf Tage später wurde die Öffentlichkeit über den Rückgang der Umsatzerwartungen auf 30 bis 40 Prozent des Vorjahres in Kenntnis gesetzt.

3.4.7 Think Tools AG (20. Juni 2002)

[Rz 65] Die Disziplarkommission hat die Think Tools AG («Think Tools») wegen einer schweren Verletzung der Vorschriften der Ad hoc-Publizität mit einer Busse in der Höhe von CHF 50'000 sowie der Publikation des Entscheides bestraft. Think Tools hat am 21. August 2001 während der Handelszeit selektiv über eine grundlegend neue Unternehmensstrategie informiert.

[Rz 66] Grundvoraussetzung für die Ad hoc-Publikationspflicht ist zunächst das Vorhandensein einer Tatsache. Gerüchte, Ideen und Planungsvarianten fallen nicht darunter. Eine Strategie jedoch zeichne sich – so die Disziplarkommission – gerade dadurch aus, dass sie von der Unternehmensführung als verbindliches, durch die Unternehmung zu verfolgendes Ziel anerkannt werde. Sie habe einen höheren Konkretisierungsgrad als eine reine Idee oder Planungsvariante.

[Rz 67] Die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer sei nicht gegeben, wenn die Gesellschaft lediglich eine Medien- sowie eine Analystenkonferenz ohne Publikation einer Medienmitteilung durchführe. Die Information der Öffentlichkeit solle allen Marktteilnehmern in gleicher Weise die Möglichkeit bieten, von potenziell kursrelevanten Tatsachen Kenntnis zu nehmen. Eine selektive Öffentlichkeit werde nicht als «Öffentlichkeit» verstanden⁷⁶.

[Rz 68] Im Vorfeld der Präsentation vom 21. August 2001 hat Think Tools mit der SWX zwecks Besprechung der geplanten Kommunikation Kontakt aufgenommen. Die Gesellschaft hat sich über die Empfehlung der SWX hinweggesetzt, die neue Strategie in einer Pressemitteilung allgemein bekannt zu geben. Da Think Tools über die Problematik im Bilde war, wurde betreffend Verletzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes Eventualvorsatz angenommen.

3.4.8 Charles Vögele Holding AG (17. Dezember 2001)

[Rz 69] Der Ausschuss der Zulassungsstelle hat gegen die Charles Vögele AG («CV») wegen Verletzung von Art. 72 KR einen Verweis mit Publikation⁷⁷ ausgesprochen. Am 4. Dezember 2000 hatte CV die Gewissheit, dass die bereits publizierten Gewinnziele für das Geschäftsjahr 2000 nicht mehr erreicht werden können. Die entsprechende Gewinnwarnung veröffentlichte CV im Laufe des nächsten Tages. Bereits eine Woche vor der Publikation der Gewinnwarnung hatte die Gesellschaft jedoch mehrere Vertreter von Finanzinstituten darüber informiert, dass der Umsatz der Monate Oktober und November 2000 wohl unter den Erwartungen liegen würde. Damit lag gemäss dem Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle ein Verstoss gegen das Gebot der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer⁷⁸ vor.

3.4.9 Gretag Imaging Holding AG (3. Oktober 2001)

[Rz 70] Die Gretag Imaging Holding AG («Gretag») wurde vom Ausschuss der Zulassungsstelle mit einem Verweis mit Publikation⁷⁹ sanktioniert. Am 14. Februar 2001 erschien im «Tages-Anzeiger» ein Artikel, der detailliert über einen geplanten Stellenabbau im grösseren Rahmen informierte. Vorabklärungen der SWX ergaben, dass Gretag dem «Tages-Anzeiger» auf Anfrage hin den geplanten Stellenabbau bestätigte. Die Öffentlichkeit wurde jedoch erst am 15. Februar 2001 mit einer Medienmitteilung informiert. Damit hatte Gretag gegen den

Gleichbehandlungsgrundsatz⁸⁰ verstossen.

4. Verhängung von Sanktionen

[Rz 71] Verletzt ein Emittent Art. 72 KR, so sind vom Ausschuss der Zulassungsstelle⁸¹ (als erste Instanz) bzw. von der Disziplarkommission⁸² (als erste oder als zweite Instanz) Sanktionen auszusprechen, wobei Verschulden und Schwere der Verletzung zu berücksichtigen sind. Der Ausschuss der Zulassungsstelle ist hauptsächlich für die Aussprechung von Verweisen und die Publikation der Sanktion zuständig. Lautet der Sanktionsantrag der SWX auf eine höhere Sanktion und stützt der Ausschuss der Zulassungsstelle diesen Antrag, so entscheidet materiell als erste Instanz die Disziplarkommission. Nach Art. 82 Abs. 2 KR ist diese für die Ergreifung sämtlicher Sanktionen zuständig, d.h. zusätzlich zu den bereits beim Ausschuss der Zulassungsstelle erwähnten Sanktionen für die Aussprechung von Bussen bis CHF 200'000, die Sistierung des Handels, die Streichung der Kotierung (Dekotierung) sowie den Ausschluss des Emittenten oder Sicherheitsgebers von weiteren Kotierungen.

[Rz 72] Die Publikation ist als eigenständige Sanktion vorgesehen⁸³ und hat erfahrungsgemäss den stärksten Disziplinierungseffekt. Es ist möglich, die Sanktionen kumulativ auszusprechen⁸⁴, so insbesondere in Kombination mit einer Publikation. Mit Einreichung des Kotierungsgesuchs bei der Zulassungsstelle der SWX erklärt sich der Emittent mit der Sanktions- und Verfahrensordnung einverstanden⁸⁵.

[Rz 73] Der Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle bzw. der Disziplarkommission wird dem Emittenten schriftlich und begründet mitgeteilt. Innert 30 Tagen nach Zustellung des Entscheides kann der Emittent bei der zuständigen Instanz eine Beschwerde einreichen. Bei Entscheiden des Ausschusses der Zulassungsstelle ist dies die Disziplarkommission⁸⁶, bei Entscheiden der Disziplarkommission je nach Art der Sanktion die Beschwerdeinstanz der SWX oder das Schiedsgericht der SWX⁸⁷. Gemäss Art. 82 Abs. 4 KR hat die Beschwerde keine aufschiebende Wirkung. Sanktionen könnten damit vor ihrer Rechtskraft vollstreckt werden. In der Praxis wartet die SWX jedoch in der Regel den Eintritt der Rechtskraft ab.

5. Veröffentlichung von Sanktionen⁸⁸

[Rz 74] Diejenigen Entscheide, bei welchen die Publikation gemäss Art. 82 Abs. 1 Ziff. 9 KR Teil der Sanktion ist, werden von der SWX unter Namensnennung in zusammengefasster Form mittels Pressemitteilung sowie nach Möglichkeit in anonymisierter Form im Volltext veröffentlicht.

[Rz 75] Der Ausschuss der Zulassungsstelle veröffentlicht seine Sanktionsentscheide nach Möglichkeit im Volltext, jedoch in anonymisierter Form. Berücksichtigt werden Entscheide, die nach dem 1. Januar 2004 ausgesprochen wurden, die in Rechtskraft erwachsen sind und bei denen die Publikation Teil der Sanktion ist.

[Rz 76] Die Disziplarkommission publiziert die von ihr seit 1. Januar 2002 ausgesprochenen Sanktionen in anonymisierter Form. Die Entscheide werden jedoch nur insoweit veröffentlicht, als neue Sachverhalte zu beurteilen sind. Bloss Wiederholungen von sehr ähnlichen Sachverhalten werden nicht publiziert. Von der Anonymisierung ausgenommen sind Sanktionsverfahren, welche publiziert wurden, und Verfahren, bei welchen ein besonderes öffentliches Interesse an der namentlichen Kenntnis des betreffenden Emittenten besteht.

Michael Gruber, Rechtsanwalt, stv. Leiter Abteilung Publizität, Leiter Offenlegungsstelle, SWX Swiss Exchange
Andrea Huber, Rechtsanwältin, Leiterin Ad hoc-Publizität, SWX Swiss Exchange

¹ Art. 72 Kotierungsreglement (KR). Das KR stützt sich auf Art. 8 Abs. 1 Börsengesetz (BEHG).

- 2 Andrea Huber, Revidierte Regelung im Bereich der Ad hoc-Publizität, in: Jusletter 14. März 2005.
3 Art. 1 BEHG.
4 Unternehmensinterne Gremien, aber auch externe Berater, Banken etc.
5 Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 3. A. Zürich 2004, § 7 N 86.
6 Art. 161 Strafgesetzbuch (StGB).
7 Heinze Stephan, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes, Diss. Halle, München 1999, 277.
8 Weber Rolf H., Praxis der SWX Swiss Exchange zur Ad-hoc-Publizität, SZW 74 (2002), 297.
9 Art. 72 Abs. 1 Satz 1 KR.
10 Erläuterungen zur Bekanntgabepflicht bei kursrelevanten Tatsachen gemäss Art. 72 des revidierten
11 Kotierungsreglements (Ad hoc-Publizität), Ziff. 1 (zit. Erläuterungen).
12 Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz – Erläuterungen und
13 Empfehlungen zur Behandlung kursbeeinflussender Tatsachen gemäss §§ 12 ff. Wertpapierhandelsgesetz, 30.
14 Hsu Peter Ch., Ad-hoc-Publizität, SSHW 194, Diss. Zürich 2000, 131; Leu Jürg, Die Rechtswidrigkeit von
15 Informationsmängeln in der Ad hoc-Publizität nach dem Kotierungsreglement der Schweizer Börse, Diss. St.
16 Gallen, Bamberg 2002, 62 ff.; Huber/Hodel/Staub Gierow, Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX
17 Swiss Exchange, Zürich 2004, Art. 72 N 18.
18 Entscheid i.S. Think Tools AG, Ziff. 3.4.7.
19 Effektiv im Publikum gestreute Titel.
20 Hsu 134.
21 Art. 72 Abs. 2 KR.
22 Erläuterungen Ziff. 1 (ii).
23 Ausführlich: Lüchinger Stefan, Ad hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit
24 Unternehmensübernahmen, in: Mergers & Acquisitions VI, Herausgeber: Tschäni Rudolf, Zürich 2004, 244 ff.
25 Böckli § 7 N 109 ff.
26 Hsu 143.
27 Leu 67.
28 Art. 706 f. Obligationenrecht (OR).
29 Böckli § 7 N 112 ff.
30 Erläuterungen Ziff. 2.3 (ii).
31 Vgl. den Entscheid i.S. PubliGroupe S.A., unten Ziff. 2.1.4.2.
32 Sowohl bei einer Gewinn-/Umsatzwarnung als auch bei einem Gewinn-/Umsatzeinbruch ist eine
33 Kommunikation ebenfalls dann vorzunehmen, wenn die Zahlen klar positiver ausfallen als sie in den Prognosen
34 dargestellt bzw. in der Vorperiode eingetreten sind.
35 Die Datumsangaben beziehen sich auf den Zeitpunkt der Publikation der Pressemitteilung durch die SWX. Die
36 Pressemitteilungen sind abrufbar unter www.swx.com/admission/being_public/sanctions/media_de.html.
27a Art. 72 Abs. 5 KR.
28 www.swx.com/trading/information/trade/on_order_book/cycle/cycle_06_de.html.
29 Erläuterungen Ziff. 1 (iii); Hsu 166 f.; Leu 70.
30 Erläuterungen Ziff. 1 (iv).
31 Erläuterungen 5 FN 3; Leu 72.
32 Art. 72 Abs. 1 KR.
33 Andrea Huber, Revidierte Regelung im Bereich der Ad hoc-Publizität, in: Jusletter 14. März 2005, Rz 4.
34 Von Fischer Marie, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement, Diss. Bern 1999, 86; Lüchinger
35 240.
36 Soweit ersichtlich erstmals in der Schweiz eingeführt durch de Beer Alexander I., Fairness und Transparenz
durch Ad hoc-Publizität, in: Der Schweizer Treuhänder 1-2/98, 35.

Leu 69; Huber/Hodel/Staub Gierow Art. 72 N 24.
37 Lüchinger 240.
38 Art. 72 Abs. 2 KR.
39 Art. 72 Abs. 3 KR.
40 Art. 335d bis 335g OR.
41 Art. 335f Abs. 1 OR.
42 Zusatzbotschaft I, BBl 1992 V 409; BGE 123 III 180, 130 III 110.
43 Art. 14 Mitwirkungsgesetz (SR 822.14).
44 Brühwiler Jürg, Kommentar zum Einzelarbeitsvertrag. Art. 319-343 OR, 2.A. Bern 1996, N 2 zu Art. 335f OR.
45 BGE 123 III 182.
46 Böckli Peter, Ad hoc-Publizität und Insiderstrafnorm: Nach- und Feinschliff für das Informationsrecht des
Kapitalmarktes, in: Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht,
Bern/Stuttgart/Wien 2003, 102.
47 Barthold Beat M., Ad hoc-Publizität: Im Krisenfall wirds heikel, in: «Finanz und Wirtschaft» Nr.74/2000, 34.
48 Art. 72 Abs. 3 KR.
49 Art. 72 Abs. 2 lit. a KR.
50 Art. 72 Abs. 2 lit. b KR.
51 Art. 725 Abs. 2 OR.
52 BGE 116 II 541; Urteil 4C.366/2000, E. 4b.
53 Schlusskurs am Freitag, 14.11.2003: CHF 12.90; Kurs am Montag, 17.11.2003, 09.45 Uhr: CHF 10.10.
54 Art. 72 KR, Rundschreiben Nr. 2 der Zulassungsstelle.
55 Entscheid i.S. PubliGroupe, publiziert in einer Zusammenfassung als Medienmitteilung unter
www.swx.com/download/admission/being_public/sanctions/media/ad_hoc/sanction_publigr_de.pdf.
56 Art. 82 Abs. 1 Ziff. 1 i.V.m. Ziff. 9 KR.
57 Erläuterungen Ziff. 2; Taufer Martin, Allgemeine Bemerkungen über die Ad-hoc-Publizitätsvorschrift nach
Artikel 72 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse (SWX), AJP 9 (2000), 1123 f.
58 Vgl. Ziff. 2.1.4.
59 Weber 299 f.; Taufer 1125.
60 Heinze 277.
61 Leu 75 f.
62 www.swissbanking.org/3566_d.pdf.
63 Ziff. 26 Richtlinien.
64 Ziff. 25 Richtlinien.
65 Art. 72 Abs. 4 KR.
66 Rundschreiben Nr. 2, Rz. 17.
67 Art. 82 Abs. 1 Ziff. 1 i.V.m. Ziff. 9 KR.
68 Art. 72 Abs. 5 KR.
69 Art. 72 Abs. 5 KR.
70 Art. 72 Abs. 4 KR.
71 Art. 82 Abs. 1 Ziff. 1 i.V.m. Ziff. 9 KR.
72 Erläuterungen Ziff. 1 (vi) a.E.
73 Art. 82 Abs. 1 Ziff. 1 i.V.m. Ziff. 9 KR.
74 Art. 72 Abs. 5 KR.
75 Art. 72 Abs. 4 KR.
76 Rundschreiben Nr. 2, Rz. 17.
77

78 Art. 82 Abs. 1 Ziff. 1 i.V.m. Ziff. 9 KR.

Art. 72 Abs. 4 KR.

79 Art. 82 Abs. 1 Ziff. 1 i.V.m. Ziff. 9 KR.

80 Art. 72 Abs. 4 KR.

81 Geschäftsordnung der Zulassungsstelle, Ziff. 3.5.3; der Ausschuss der Zulassungsstelle besteht aus dem Präsidenten und höchstens vier weiteren Mitgliedern (Geschäftsordnung der Zulassungsstelle, Ziff. 3.1.1).

82 Die Disziplinarkommission setzt sich zusammen aus einem Präsidenten und zwei Mitgliedern sowie einem stellvertretenden Präsidenten und zwei stellvertretenden Mitgliedern (Verfahrensreglement der Disziplinarkommission, Art. 1).

83 Art. 82 Abs. 1 Ziff. 9 KR.

84 Art. 82 Abs. 2 KR.

85 Art. 51 Abs. 3 Ziff. 4 KR.

86 Art. 82 Abs. 3 KR.

87 Vgl. im Detail zum Instanzenzug Art. 83 f. KR.

88 inTheMiddle

Rechtsgebiet: Aktienrecht

Erschienen in: Jusletter 27. Juni 2005

Zitiervorschlag: Andrea Huber / Michael Gruber, Ad hoc-Publizität: Gleichbehandlung im Kapitalmarkt, in: Jusletter 27. Juni 2005

Internetadresse: <http://www.weblaw.ch/jusletter/Artikel.asp?ArticleNr=4046>