

Bekanntgabeaufschub gemäss Art. 54 KR

Von Marc Ryser und Rolf H. Weber*

This article addresses the conditions for postponement of disclosure pursuant to Art. 54 LR and specifically the question of what is meant by “legitimate interests of the issuer”. This article argues that standard principles of legal interpretation apply, yielding plausible interpretive results. The case for an inter-

pretation by analogy to article 697 paragraph 2, CO as suggested by some scholars, does not appear compelling. The herein proposed reading leads to a narrow interpretation of the meaning of “legitimate interests of the issuer” which is consistent with current SIX Swiss Exchange practice.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Grundzüge der Ad hoc-Publizität gemäss Art. 53 KR
 - 1. Zweckbestimmung
 - 2. Tatbestand
 - 2.1 Tatsachen
 - 2.2 Kursrelevanz
 - 3. Modalitäten der Bekanntmachung
 - 3.1 Zeitlicher Aspekt
 - 3.2 Gleichbehandlung
 - 3.3 Inhalt
- III. Bekanntgabeaufschub gemäss Art. 54 KR
 - 1. Beurteilung der Bestimmung
 - 1.1 Zu Abs. 1 Ziff. 1
 - 1.1.1 Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs
 - 1.1.2 Drei unterschiedliche Gruppen des Bekanntgabeaufschubs
 - 1.2 Zu Abs. 1 Ziff. 2
 - 1.3 Zu Abs. 2
 - 2. Exkurs: Bekanntgabeaufschub zur Vermeidung einer «Marktverwirrung»?
- IV. «Berechtigte» Emittenteninteressen
 - 1. Auslegung
 - 1.1 Ist Auslegung nötig?
 - 1.2 «Berechtigte» Emittenteninteressen = «Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdige Interessen»?
 - 1.3 Enge, am Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs ausgerichtete Auslegung
 - 1.3.1 Teleologische Argumente
 - a) Übergeordnete *ratio legis*
 - b) Spezifischer Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs
 - 1.3.2 Sachlogische Erwägungen

- 2. Eingeschränkter Geltungsbereich des Bekanntgabeaufschubs
- 3. Analoge Anwendung der Schutzklausel gemäss Art. 663h OR

I. Einleitung

Die Regeln zur Ad hoc-Publizität gemäss Art. 53 des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange (KR) verlangen vom Emittenten, dass dieser kursrelevante Tatsachen, welche in seinem Einflussbereich eingetreten und nicht bereits öffentlich bekannt sind, umgehend bekannt gibt.¹ Der Emittent hat darüber zu

¹ Literatur zur Ad hoc-Publizität: *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 7 N 86 ff. (zit. Schweizer Aktienrecht); *Christoph B. Bühler*, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Zürich/St. Gallen 2009, N 1124 ff. (zit. Regulierung); *Marie von Fischer*, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement, Diss. Bern 1999 (zit. Ad hoc-Publizität); *Peter Ch. Hsu*, Ad hoc-Publizität, Diss. Zürich 2000 (zit. Ad hoc-Publizität); *Andrea Huber*, Revidierte Regelung im Bereich der Ad hoc-Publizität, Jusletter 14. März 2005, 1 ff. (zit. Regelung); *Andrea Huber/Michael Gruber*, Ad hoc-Publizität: Gleichbehandlung im Kapitalmarkt, Jusletter 27. Juni 2005, 1 ff. (zit. Gleichbehandlung); *Felix M. Huber/Peter Hodel/Christopher Staub Gierow*, Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange, Zürich/Basel/Genf 2004, 354 ff. (zit. Praxiskommentar); *Jörn Kowalewski*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in der Schweiz, in: Klaus J. Hopt/Hans-Christoph Voigt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, Tübingen 2005, 1057 ff. (zit. Kapitalmarktinformationshaftung); *Jürg Leu*, Die Rechtswidrigkeit von Informationsmängeln in der Ad hoc-Publizität nach dem Kotierungsreglement der Schweizer Börse, Diss. St. Gallen 2005 (zit. Rechtswidrigkeit); *Stefan Lüchinger*, Ad hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich/Basel/Genf 2004, 233 ff. (zit. Ad hoc-Publizität); *Larissa Marolda Martinez*, Information der Aktionäre nach schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2006, 287 ff. (zit. Information); *Peter Nobel*,

* Dr. Marc Ryser, CFA, ist ehemaliger Investmentbanker und zurzeit für die Anwaltskanzlei Bratschi, Wiederkehr & Buob tätig. Rolf H. Weber ist Ordinarius für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht an der Universität Zürich und Visiting Professor an der Hong Kong University, Hong Kong, sowie Konsulent in der Anwaltskanzlei Bratschi, Wiederkehr & Buob, Zürich.

entscheiden, ob diese Voraussetzungen gegeben sind. Ihm wird dabei ein gewisser Ermessensspielraum («*a certain latitude*») zugestanden, «da sich die Ad hoc-Publizität stark durch zukunftsgerichtete Elemente auszeichnet».² Dieser Ermessensspielraum ist allerdings eng,³ weshalb das Beurteilungsriskiko den Emittenten trifft. Liegt der Emittent in seiner Beurteilung falsch und kommt die Börse, im Rahmen einer Untersuchung, zum Schluss, dass eine Verletzung des Reglements vorliegt, hat der Emittent mögliche Sanktionen durch die Börse zu gewärtigen.⁴ Diese

sind zwar in der Regel bescheiden,⁵ weitaus wichtiger ist aber eine allfällige Schädigung der Reputation des Emittenten am Kapitalmarkt.⁶

Die Ad hoc-Publizität zeichnet sich durch eine gewisse Rechtsunsicherheit aus. Zentrale Tatbestandsanforderungen von Art. 53 KR sind durch relativ unbestimmte Rechtsbegriffe umschrieben. Es gibt weder einen abschliessenden Sachverhaltskatalog noch klare Kriterien für die Bemessung der Kursrelevanz.⁷ Diese Rechtsunsicherheit wiegt umso schwerer, als das zeitliche Element im Kontext der Ad hoc-Publizität kritisch ist. Der Emittent muss unter Zeitdruck entscheiden, ob eine publizitätspflichtige Tatsache vorliegt, und die entsprechende Information umgehend veröffentlichen.

Die Ad hoc-Publizität gibt dem Emittenten in Art. 54 KR die Möglichkeit, die Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen hinauszuschieben (sog. Bekanntgabeaufschub).⁸ Der Grad der Rechtsunsicherheit wird dadurch allerdings eher erhöht als vermindert. Auch diesbezüglich liegt die Entscheidung beim Emittenten und enthalten die Anforderungen,

Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. Aufl., Bern 2004, § 11 N 168 ff. (zit. Finanzmarktrecht); *Ders.*, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl., Bern 2010, § 10 N 361 ff., § 15 N 16 (zit. Finanzmarktrecht und internationale Standards); *Ders.*, Unternehmenskommunikation – die rechtlichen Aspekte, Bern 2009, 129 ff. (zit. Unternehmenskommunikation); *Urs Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 627 ff. (zit. Übernahmerecht); *Balz Stüchelberger*, Unternehmensinformation und Recht, Diss. Zürich 2004, 131 ff. (zit. Unternehmensinformation); *Luca dalla Torre/Daniel Hasler*, Ad hoc-Publizität bei Wechseln in der Unternehmensführung, GesKR 2010, 186 ff. (zit. Ad hoc-Publizität); *Rolf H. Weber*, Börsenrecht, Kommentar, Zürich 2001, Art. 8 N 19 ff. (zit. Börsenrecht); *Ders.*, Die Praxis der SWX Swiss Exchange zur Ad hoc-Publizität, SZW 2002, 297 ff. (zit. Praxis); *Dieter Zobl/Stefan Kramer*, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, N 265 ff. (zit. Kapitalmarktrecht).

² Kommentar zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie vom 1. November 2011 (zit. Kommentar RLAhP), N 88 Satz 1.

³ «Such certain latitude is possible where the comments [im Kommentar zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie, *in casu* zu Art. 3 der Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie vom 1. Mai 2005] [...] give room to interpretation» (SaKo-AHP-VI/07, Ziff. 6). «Zweifelt der Emittent, ob im konkreten Fall eine Pflicht zur Ad hoc-Mitteilung vorliegt, so empfiehlt sich eine Mitteilung» (Kommentar zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie vom 1. Mai 2005 [zit. alt Kommentar RLAhP], Rz 4 Satz 2 N 3; jüngst bekräftigt in SaKo/2010/AHP/II/10, Ziff. 23). Vgl. auch SaKo/2011/AHP/I/11, Ziff. 10. Entscheide zur Ad hoc-Publizität sind abrufbar unter: <http://www.six-exchange-regulation.com/enforcement/sanction_decisions/adhoc_publicity_de.html>; bis Mai 2002 unter: <http://www.six-exchange-regulation.com/enforcement/sanction_decisions/practice_2002_de.html>.

⁴ Gemäss h. L. ist *de lege lata* mit einer (fahrlässigen) Verletzung der Ad hoc-Publizität kein Haftungsrisiko für den Emittenten verbunden (vgl. BSK BEHG-Daeniker/Waller, Art. 4 N 18 ff.). Zu Rechtsnatur der Börsenreglemente (und Haftungsfragen) gibt es eine umfangreiche Literatur (vgl. BGE 137 III 37, E. 2.2.1; *Rolf H. Weber/Simone Baumann*, Neukonzeption der Rechtsprechungsordnung im Börsenwesen, Zürich 2012, 99 ff. m.w.H.). Für den vorliegenden Beitrag stehen diese Fragen nicht im Vordergrund.

⁵ *Urs Feller* spricht in diesem Zusammenhang von einem «Parkbussenregime» (Vergleich der Regeln zur Ad hoc-Publizität für Emittenten, deren Aktien an der SWX und an der SWX Europe gehandelt werden, AJP 2008, 1095 ff., 1105 [zit. Vergleich]). Zu den möglichen Sanktionen der SIX gegenüber Emittenten vgl. Art. 61 KR.

⁶ Vgl. generell *Vito Roberto*, SWX-Sanktionen und die Folgen für Unternehmen und Manager, in: Robert Waldburger/Charlotte M. Baer/Ursula Nobel/Benno Bernet (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts: Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag, Bern 2005, 593 ff., 603.

⁷ Dies wird denn auch von Vertretern von Emittenten entsprechend bemängelt; vgl. *Romeo Cerutti/Urs Rohner*, Ausgewählte Rechtsfragen beim Erwerb von Banken in der Schweiz, in: Matthias Oertle/Matthias Wolf/Stefan Breitenstein/Hans-Jakob Diem (Hrsg.), M & A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber Amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010, 37 ff., 58 (zit. Ausgewählte Rechtsfragen).

⁸ «¹Der Emittent kann die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache aufschieben, wenn 1. die Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht; und 2. deren Verbreitung geeignet ist, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen.

²Der Emittent muss gewährleisten, dass die Vertraulichkeit der kursrelevanten Tatsache während der gesamten Dauer des Bekanntgabeaufschubs gewährleistet ist. Tritt ein Informationsleck auf, ist der Markt gemäss den Vorschriften zur Ad hoc-Publizitätspflicht umgehend über die Tatsache zu informieren.» (Art. 54 KR).

die an einen Bekanntgabeaufschub gestellt werden, z.T. wenig scharfe Rechtsbegriffe. Der Kern- bzw. Knackpunkt des Bekanntgabeaufschubs ist regelmässig die Frage, ob durch eine Bekanntgabe «berechtigte Interessen des Emittenten» beeinträchtigt werden oder, anders ausgedrückt, ob «berechtigte Interessen des Emittenten» an einem Bekanntgabeaufschub vorliegen.⁹

Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich mit dem Bekanntgabeaufschub gemäss Art. 54 KR, seinen Voraussetzungen sowie spezifisch mit der Frage, was unter «berechtigten» Emittenteninteressen zu verstehen ist.

II. Grundzüge der Ad hoc-Publizität gemäss Art. 53 KR

1. Zweckbestimmung

Der Ad hoc-Publizität liegt folgende, dreifache Zweckbestimmung zugrunde:

- 1) Rasche Informationsversorgung des Kapitalmarkts;
- 2) Sicherstellung der (absoluten) Gleichbehandlung der Marktteilnehmer;
- 3) Prävention von Insiderhandel.

Diese Ziele konkretisieren die allgemeinen Grundsätze des Zweckartikels des BEHG und bauen sie mit Blick auf die Prävention von Insiderhandel sogar noch aus. Die Ad hoc-Publizität trägt zu einem besseren Funktionieren des Kapitalmarktes, insbesondere zur effizienten Preisbildung (*price discovery*), bei.

2. Tatbestand

2.1 Tatsachen

Tatsachen sind Ereignisse oder Zustände der Gegenwart oder Vergangenheit, die einem Beweis zugänglich sind.¹⁰ Mit Blick auf die erwähnte

Zweckbestimmung der Ad hoc-Publizität ist der Tatsachenbegriff weit auszulegen.¹¹ Dieser umfasst nicht nur Tatsachen, die eine (irgendwie geartete) Finalität aufweisen und grundsätzlich nicht mehr abänderbar sind (z.B. das Vorliegen des Zahlenwerks für das abgeschlossene Geschäftsjahr), sondern auch Tatsachen, die noch entwicklungs offen sind (z.B. die ersten Verhandlungsrunden im Rahmen einer freundlichen Übernahme).¹² Dabei ist immer auf eine finanzmarktrechtliche und nicht auf eine gesellschafts- oder vertragsrechtliche Betrachtungsweise abzustellen.¹³ Im Rahmen des tatbestandsmässigen Tatsachenbegriffs können unterschieden werden: 1) Tatsachen, die das Ergebnis von Handlungen (Plan oder Entschluss) des Emittenten sind (z.B. die Entlassung des CEO durch den Verwaltungsrat); 2) Tatsachen, denen exogene Faktoren zugrunde liegen (z.B. der Tod des CEO); 3) sog. gemischte Tatsachen, d.h. Ereignisse, die z.T. auf Handlungen des Emittenten und z.T. auf äussere Einflüsse zurückgehen (z.B. die Rückrufaktion bezüglich eines defekten Produkts).¹⁴

2.2 Kursrelevanz

Aus dem Wortlaut von Art. 53 Abs. 1 KR ergibt sich, dass bereits die Eignung der Tatsache zur erheblichen Kursbeeinflussung genügt. Die Kursbeeinflussung braucht somit weder voraussichtlich wie erwartet einzutreten noch muss eine erhebliche Kursveränderung im Nachhinein tatsächlich beobachtbar sein. Die Schwelle zur Kursrelevanz ist so-

Tatsachengrundlage vgl. Kommentar RLAhP N 33 f.; Praxis ZUL/AHP/II/04, Ziff. 16 f.; DK/AHP/III/06, Ziff. 3.

¹¹ Vgl. Hsu, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 150 ff.; Hans Caspar von der Crone, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich/Basel/Genf 2000, 157 ff., 159 (zit. Unternehmensübernahmen). Vgl. auch Huber, Regelung (Fn. 1), 1 f.

¹² Vgl. Weber, Praxis (Fn. 1), 298. Blosser Ideen oder Absichten sind hingegen keine Tatsachen (vgl. Kommentar RLAhP N 27 ff.).

¹³ Lüchinger, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 244 f.; vgl. Kommentar RLAhP N 35.

¹⁴ Zum Begriff der «gemischten Tatsachen» vgl. Nobel, Finanzmarktrecht (Fn. 1) («gemischte Tatsachen [sind] solche, die z.T. auf äusseren objektiven Ereignissen und z.T. auf eigener Planung beruhen [...]. Ein Beispiel dazu ist die Sanierung, die aufgrund äusserer, plötzlich erkannter Ereignisse geplant und in Angriff genommen wird», § 11 N 179).

⁹ Vgl. Karin Eugster/Larissa Marolda Martinez, Informationsasymmetrie im Vorfeld von Umstrukturierungen, GesKR 2007, 39 ff., 45 (zit. Informationsasymmetrie).

¹⁰ Vgl. Kommentar RLAhP N 26; Praxis ZUL/AHP/II/04, Ziff. 16. Dies grenzt den Tatsachenbegriff negativ ab von Wertungen sowie von Prognosen ohne Tatsachengrundlage. Zur Unterscheidung von Prognosen mit und ohne

mit – trotz des Adjektivs «erheblich [...]» – eher tief angesetzt.^{15, 16}

3. Modalitäten der Bekanntmachung¹⁷

3.1 Zeitlicher Aspekt

«Der Emittent informiert, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat» (Art. 53 Abs. 2 KR)¹⁸. «[S]obald»¹⁹ bedeutet hier «so rasch wie möglich»²⁰ oder «annähernd sofort»²¹ und unterstreicht den Wesenskern der Ad hoc-Publizität, nämlich, dass zwischen dem Eintritt eines publizitäts-

tätpflichtigen Ereignisses und der diesbezüglichen Bekanntmachung möglichst wenig Zeit verstreichen soll.²²

3.2 Gleichbehandlung

Die Ad hoc-Publizität folgt dem kapitalmarktrechtlichen Grundsatz der absoluten Gleichbehandlung aller Aktionäre und Marktteilnehmer.²³ Einer selektiven Offenlegung von Informationen an Analysten, Grossaktionäre usw. unterhalb der Schwelle der Kursrelevanz steht sie jedoch nicht entgegen.²⁴

¹⁵ Viel präzisere Aussagen zur Kursrelevanz lassen sich aus rechtlicher Sicht letztlich wohl nicht machen, da selbst in der Finanztheorie keine empirisch gesicherte Theorie der Preisbildung an Aktienmärkten existiert. Vgl. Kommentar RLAhP N 90 («Es existieren [...] keine einfachen, mechanischen Kriterien [...], die bei der Beurteilung der Frage, inwieweit eine Tatsache geeignet ist, den Kurs massgeblich zu beeinflussen, zur Anwendung gelangen»). Für nützliche Überlegungen zur Kursrelevanz vgl. *Böckli*, Schweizer Aktienrecht (Fn. 1), § 7 N 119 ff. («Dass es eine anspruchsvolle Gedankenübung ist, steht fest, doch wäre es unverantwortlich, diese Überlegungen nicht anzustellen», § 7 N 122, Fn. 278); *Matthias Ammann/Ramon Maillard*, Kursrelevanz zwischen ökonomischer Beobachtung und rechtlicher Steuerung, GesKR 2011, 155 ff. Vgl. auch Art. 3 f. der Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 29. Oktober 2008 (zit. RLAhP) sowie Kommentar RLAhP N 50 ff. Zur Praxis vgl. DK/AHP/I/02, Ziff. 2.2; ZUL/AHP/II/04, Ziff. 13; ZUL/AHP/III/04, Ziff. 13; ZUL/AHP/IV/04, Ziff. 12; ZUL/AHP/I/05, Ziff. 13; ZUL/AHP/IV/06, Ziff. 9; SaKo/AHP/I/07, Ziff. 2; SaKo/AHP/IV/07, Ziff. 5; SaKo/AHP/VI/07, Ziff. 4.

¹⁶ Die Anknüpfung an die Tatbestandsvoraussetzung der Kursrelevanz unterscheidet die Ad hoc-Publizität wesentlich von anderen Formen der kotierungsrechtlichen Emittentenpublizität (Rechnungslegung, Meldepflichten, Corporate Governance) sowie von der Beteiligungstransparenz nach Art. 20 BEHG.

¹⁷ Für Details zum Ganzen vgl. Art. 5 ff. RLAhP.

¹⁸ «Der Emittent darf nicht zuwarten, bis er die Tatsache in allen Einzelheiten kennt» (ZUL/AHP/II/06, Ziff. 16 Satz 2). Vgl. Kommentar RLAhP N 36; Praxis SaKo/2010/AHP/II/10, Ziff. 21.

¹⁹ «Die unverzügliche Information wäre «eine Nuance zu rasch» erschienen» (*von Fischer*, Ad hoc-Publizität, [Fn. 1], 106).

²⁰ *Böckli*, Schweizer Aktienrecht (Fn. 1), § 7 N 100.

²¹ Dem Emittenten ist ein zeitlich eng bemessener Rahmen zur Abklärung der Information sowie zur Vorbereitung der Meldung zuzugestehen. Vgl. *Weber*, Praxis (Fn. 1), («Liegen den Gesellschaftsorganen relevante Gewinn- bzw. Umsatzwarnungen an einem Abend erstmals vor, ist eine Publikation nach Handelsschluss des folgenden Tages noch zeitgerecht [...]»), 300; *Huber/Hodel/Staub Gierow*, Praxiskommentar (Fn. 1), 369 f.

²² Eine noch schnellere Meldung als bei der Ad hoc-Publizität gibt es, soweit ersichtlich, sonst nur noch im Bereich der verschärften Meldepflicht während eines Übernahmeangebots gemäss Art. 31 BEHG (vgl. Art. 42 UEV) und der Handelspublizität (namentlich im Vorhandel), wo eine unverzügliche (*real time*) Bekanntgabe der Information vorgesehen ist (vgl. BSK BEHG-*Watter*, Art. 5 N 35).

²³ Vgl. Art. 53 Abs. 3 KR; Art. 6 RLAhP; Kommentar RLAhP N 110 ff. Vgl. Praxis DK/AHP/I/02; DK/AHP/II/02; ZUL/AHP/II/04; ZUL/AHP/III/04; ZUL/AHP/I/05, Ziff. 15 f.; ZUL/AHP/IV/05; DK/AHP/III/06; SaKo/AHP/I/07; Fall Nr. 1 Praxis AhP; Fall Nr. 3 Praxis AhP; Fall Nr. 6 Praxis AhP; Fall Nr. 7 Praxis AhP.

²⁴ Gemäss einem überwiegenden Teil der Lehre darf es im Bereich von kursrelevanten Informationen keine Informationsprivilegien für einzelne Aktionäre oder Marktteilnehmer geben; vgl. *Urs Brügger/Thomas Reutter*, Ein neues Kapitel: Die Regulierung von Emittenten, in: Peter Nobel (Hrsg.), Internationales Gesellschaftsrecht einschliesslich Kapitalmarktrecht, Heft 5, Bern 2004, 99 ff., 119 ff.; *Peter Böckli/Christoph B. Bühler*, Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 2005, 101 ff., 111; *Marolda Martinez*, Information (Fn. 1), 335 ff.; *Bühler*, Regulierung (Fn. 1), N 1151 f. Vgl. auch Zusatzbericht des Bundesrates zum Corporate-Governance-Bericht – Umsetzung der Beratungsergebnisse des Nationalrats vom 25. März 2009, BBl 2009, 2659 ff., 2671 ff. A.M. *Rolf Watter/Dieter Dubs*, Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich/Basel/Genf 2010, 1 ff., 28 f. (eine privilegierte Informierung des Ankeraktionärs, auch im Bereich von preissensitiven Informationen, für zulässig erachtend, sofern dies «im Sinne einer strengen Voraussetzung – im Interesse der Gesellschaft geradezu erforderlich ist»); *Martin Lanz/Michael Gruber*, Due Diligence bei öffentlichen Übernahmeangeboten – im Lichte von Ad hoc-Publizitäts- und Insiderspekten, GesKR 2007, 288 ff., 290 (selektive Offenlegung von kursrelevanten Informationen, für welche ein Bekanntgabeaufschub gemäss Art. 54 KR besteht, für zulässig haltend [zit. Due Diligence]). Vgl. auch *Daniel Daeniker/Emanuel Dettwiler*, Selektive Information von Grossaktionären, in: Rolf Sethe/Andreas Heinemann/Reto M. Hilty/Peter Nobel/Roger Zäch

3.3 Inhalt

Der Inhalt der Ad hoc-Mitteilung muss die Kriterien der Wahrheit, Klarheit und Vollständigkeit erfüllen (Art. 15 Abs. 2 RLAhP).²⁵ Weiter ist das Prinzip der Wesentlichkeit zu beachten. Im Kommentar zur RLAhP heisst es dazu: «Die Mitteilungen sollen [...] die wesentlichen Tatsachen und Hintergründe bekannt geben» (N 167 Satz 1). Die Wesentlichkeit bezieht sich dabei auf das für den (durchschnittlichen) Marktteilnehmer Wesentliche, in dem Sinne, dass «Mitteilungen [...] inhaltlich so zu erfolgen [haben], dass deren Inhalt [von diesem] bezüglich Kursrelevanz eingeschätzt werden kann» (Art. 15 Abs. 1 RLAhP). Die Mitteilungen sind also auf das für eine Beurteilung der Kursrelevanz Nötige zu beschränken.²⁶

III. Bekanntgabeaufschub gemäss Art. 54 KR

1. Beurteilung der Bestimmung

1.1 Zu Abs. 1 Ziff. 1

1.1.1 Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs

Dem Wortlaut von Art. 54 Abs. 1 Ziff. 1 KR gemäss ist ein Bekanntgabeaufschub nur für publizitätspflichtige Tatsachen möglich, die auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruhen.

Nicht offen steht die Möglichkeit des Bekanntgabeaufschubs hingegen für publizitätspflichtige Tatsachen, deren Ursprung auf exogene Faktoren zurückzuführen ist,²⁷ selbst dann nicht, wenn durch Verbreitung der Tatsache dem Emittenten erheblicher Schaden zu-

gefügt wird.²⁸ Daraus ergibt sich, dass der Zweck des Bekanntgabeaufschubs nicht vorrangig darin besteht, den Emittenten vor Schaden zu schützen.

Der Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs lässt sich aus der Norm selbst, d.h. aus der in Art. 54 Abs. 1 Ziff. 1 KR enthaltenen Beschränkung auf Tatsachen, die auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruhen, erschliessen. Geschützt werden sollen Pläne oder Entschlüsse davor, dass diese nicht durch eine zu frühe Veröffentlichung vereitelt oder erheblich erschwert werden. Die Lehre spricht in diesem Zusammenhang von «Schutz der internen Willensbildung»²⁹ bzw. von Schutz des «Prozess[es] der Willensbildung und Planung» im Interesse der Funktionsfähigkeit des Unternehmens.³⁰

Ein Fall aus der jüngsten Schweizer Finanzgeschichte illustriert den Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs: die Rettungsaktion der Schweizerischen Nationalbank (SNB) sowie des Bundes zugunsten der UBS AG (UBS) am 16. Oktober 2008³¹ – eine (höchst) kursrelevante Information für den Markt. Die Vorbereitung des Rettungspakets und die Verhandlungen zwischen der SNB und der UBS waren naturgemäss geheim³² und unterlagen dem Bekanntgabeaufschub. Die gegenteilige Lösung, das anvisierte Rettungspaket früh und nicht erst im Anschluss

(Hrsg.), Kommunikation, Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Bern 2011, 19 ff., 30 ff.

²⁵ Vgl. Praxis SaKo/AHP/III/07, Ziff. 4; SaKo/AHP/IV/07; SaKo-AHP I/08; SaKo/2009/AHP/II/09; SaKo/2010/AHP/II/10, Ziff. 22.

²⁶ Umfangmässig sollte die Ad hoc-Mitteilung idealerweise auf einer DIN-A4-Seite Platz finden (Hsu, Ad hoc-Publizität [Fn. 1], 257).

²⁷ Vgl. Kommentar RLAhP N 185 ff.; Fall Nr. 2 Praxis AhP; Fall Nr. 4 Praxis AhP. Beispiele für Tatsachen, deren Ursprung auf exogene Faktoren zurückzuführen sind: Finanzaufgaben (Jahres- und Zwischenergebnisse); personelle Wechsel in Verwaltungsrat und Geschäftsleitung als Folge von Rücktritt oder Tod; Gewinneinbruch oder Gewinnrückgang; Gewinnwarnung.

²⁸ Vgl. Fall Nr. 2 Praxis AhP («Als unzulässig gilt [...] die Geheimhaltung eines aussergewöhnlichen Ereignisses, das seinen Ursprung nicht in einem Plan oder Entschluss der Gesellschaft hat. Dies gilt selbst dann, wenn die negative Botschaft berechnete Interessen des Unternehmens beeinträchtigen könnte»); Kommentar RLAhP N 185.

²⁹ Stüchelberger, Unternehmensinformation (Fn. 1), 142.

³⁰ Marolda Martinez, Information (Fn. 1), 324. Vgl. von Fischer, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 99; Huber/Hodel/Staub Gierow, Praxiskommentar (Fn. 1), 370 f.; Leu, Rechtswidrigkeit (Fn. 1), 78; Kowalewski, Kapitalmarktinformationshaftung (Fn. 1), 1059; Nobel, Unternehmenskommunikation (Fn. 1), 137; Bühler, Regulierung (Fn. 1), N 1146.

³¹ Vgl. Mitteilungen der UBS (abrufbar unter: <<http://www.ubs.com/1/e/investors/releases?newsId=154216>>) und der SNB (abrufbar unter: <http://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20081016_1/source/pre_20081016_1.de.pdf>). Vgl. auch Thomas J. Jordan, SNB-Stabfund – Aufbau und Betrieb einer Bad Bank, Positive Zwischenbilanz für den komplexen Rettungsanker, ST 2010, 823 ff.

³² Über deren Verlauf wurden einzig der Bundesrat und die Eidgenössische Bankenkommission unterrichtet; vgl. Jean-Pierre Roth, Massnahmen zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems, Einleitende Bemerkungen, Medienkonferenz, Bern, 16. Oktober 2008, 2 (abrufbar unter: <http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20081016_jpr/source/ref_20081016_jpr.de.pdf>).

an die Unterzeichnung des *Letter of Agreement*³³ bekanntzugeben, wäre geeignet gewesen, den Rettungsplan zu vereiteln oder erheblich zu erschweren.³⁴

Übernahmepläne des Emittenten sind ein weiteres Beispiel, welches den Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs illustriert. Übernahmen ab einer gewissen Grösse stellen eine publizitätspflichtige Tatsache dar.³⁵ Eine zu frühe Verbreitung kann eine Übernahme erheblich verteuern oder gar verunmöglichen. Der Bekanntgabeaufschub dient dazu, den Übernahmeplan solange geheim zu halten, bis eine Veröffentlichung nicht mehr mit dem Risiko verbunden ist, dass der Übernahmeplan dadurch erheblich erschwert oder vereitelt würde.³⁶

³³ Diese erfolgte am 15. Oktober 2008 (abrufbar unter: <http://www.ubs.com/1/e/investors/releases?newsId=154216>).

³⁴ «Hätte an der UBS-Generalversammlung (GV) vom 2. Oktober 2008 der damalige Präsident Peter Kurer die volle Wahrheit gesagt, hätte es vielleicht etwa so getönt: «Wir wissen nicht, ob die Bank noch sechs Monate lang ohne Hilfe überleben kann. Deshalb reden wir mit dem Staat über ein allfälliges Rettungspaket. Ob dies gut kommt, vermögen wir aber noch nicht zu sagen. Bitte schnallen Sie sich an.» Kunden und Kreditgeber wären in der Folge sofort in Scharen abgewandert. Eine notfallmässige Staatsgarantie schon am 3. Oktober wäre wohl unvermeidlich gewesen» (UBS-Manager zwischen Dichtung und Wahrheit, NZZ Online, 14. November 2009 [abrufbar unter: http://www.nzz.ch/nachrichten/startseite/ubs-manager_zwischen_dichtung_und_wahrheit_1.4013810.html]).

³⁵ Zur Diskussion der Ad hoc-Publizität im Zusammenhang mit Übernahmen vgl. Hsu, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 173 ff.; von der Crone, Unternehmensübernahmen (Fn. 11), 157 ff.; Lüchinger, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 233 ff.; Lanz/Gruber, Due Diligence (Fn. 24), 288 ff.; Schenker, Übernahmerecht (Fn. 1), 633 ff.; Hansjürg Appenzeller, Ad hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, GesKR 2009, 463 ff.; Nobel, Unternehmenskommunikation (Fn. 1), 143; Bühler, Regulierung (Fn. 1), N 1148; Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem, Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2010, 59 ff.; Cerutti/Rohner, Ausgewählte Rechtsfragen (Fn. 7), 57 ff.; Eric Olivier Meier, Due Diligence bei Unternehmensübernahmen, Diss. Zürich 2010, 318 ff.; Jakob Höhn/Christoph G. Lang/Severin Roelli, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011, 52 ff.

³⁶ Anders die Beteiligungstransparenz gemäss Art. 20 BEHG, die darauf ausgerichtet ist, durch die Offenlegung von massgeblichen Beteiligungen den Markt in die Lage zu versetzen, allfällige Übernahmeabsichten eines Investors frühzeitig zu erkennen (zu Art. 20 BEHG verstanden als «Frühwarnsystem für Übernahmen» vgl. BGE 136 II 304, E. 7.4). Dass dies Übernahmen verteuern oder weniger wahrscheinlich machen kann, nimmt die Beteiligungstransparenz bewusst in Kauf (vgl. Marc Ryser/Rolf H.

Schliesslich soll das Beispiel der Liquidierung von grösseren Derivate-Positionen erwähnt werden, auf welchen (kursrelevante) Buchverluste entstanden sind.³⁷

Weber, Aktienderivate im Offenlegungsrecht, SZW 2010, 112 ff., 115).

³⁷ Bei sehr grossen Positionen ist, selbst bei einer nur andeutungsweisen Offenlegung, ein Unwinding von «*bad derivatives bets*» praktisch nicht mehr möglich. Dies wird anschaulich dargestellt am Beispiel der Ereignisse um Long-Term Capital Management (LTCM): «As [LTCM] scavenged for capital, Long-Term had been forced to reveal bits and pieces and even the general outline of its portfolio. Ironically, the secrecy-obsessed hedge fund had become an open book. Markets [...] conspire against the weak. [...] Rival firms began to sell in advance of what they feared would be an avalanche of liquidating by Long-Term. [...] [T]hey hammered away at Long-Term's trades, [...] as though the firm's competitors were liquidating Long-Term's own positions for it. [...] [W]hen you bare your secrets, you're left naked» (Roger Lowenstein, *When genius failed: the rise and fall of Long-Term Capital Management*, New York 2000, 164). Folgerichtig hat die UBS, im Zusammenhang mit einem am 15. September 2011 bekanntgegebenen Handelsverlust im Umfang von zunächst 2 Mrd. USD (abrufbar unter: http://www.ubs.com/global/de/about_ubs/investor_relations/releases/adhoc/new_display_page_adhoc.html/de/2011/09/15/mediemitteilung.html), die (zu diesem Zeitpunkt) noch offenen Risikopositionen nicht sofort bekanntgegeben, sondern eine entsprechende Mitteilung 3 Tage später vorgenommen, was der Gesellschaft ermöglichte, diese Geschäfte komplett abzuwickeln. In der zweiten Mitteilung, datiert vom 18. September 2011, hielt die UBS fest: «[v]or der Bekanntgabe weiterer Details mussten wir sicherstellen, dass wir die verbuchten Positionen kennen und den entstehenden Verlust beziffern können. Inzwischen ist das im Zusammenhang mit dem unautorisierten Handel entstandene Risiko abgedeckt [...]. Der durch diesen Vorfall verursachte Verlust beläuft sich auf USD 2,3 Milliarden. [...] Der Verlust entstand durch unautorisierten, spekulativen Handel mit verschiedenen Aktienindexfutures des S&P 500, DAX und EuroStoxx [...]» (abrufbar unter: http://www.ubs.com/global/de/about_ubs/investor_relations/releases/adhoc/new_display_page_adhoc.html/de/2011/09/18/ubs_liefert_mehr_details_zu_den_unautorisierten.html). Hätte die UBS die Details der Risikopositionen schon in der Mitteilung vom 15. September 2011 bekanntgegeben, wären andere Marktteilnehmer in die Lage versetzt worden, gegen die noch offenen Geschäfte der UBS zu spekulieren, was eine Abwicklung derselben verunmöglicht bzw. den Verlust in die Höhe getrieben hätte.

Vgl. weiter die Ereignisse um die Société Générale SA, welche 2008 in eine Schieflage geriet, als Folge der nicht autorisierten Abschlüsse von Futures-Kontrakten durch einen ihrer Mitarbeiter. Als den Verantwortlichen der Bank das Ausmass der Buchverluste auf diesen Kontrakten klar wurde, entschied sich der Emittent dazu, die Bekanntgabe

1.1.2 Drei unterschiedliche Gruppen des Bekanntgabeaufschubs

Der Bekanntgabeaufschub lässt sich in drei unterschiedliche Gruppen aufteilen:

Die erste Kategorie umfasst Konstellationen, in denen *eine* publizitätspflichtige Tatsache vorliegt, deren Verbreitung aufgeschoben werden soll, um den Plan oder Entschluss, welcher *dieser* publizitätspflichtigen Tatsache zugrunde liegt, nicht zu vereiteln oder erheblich zu erschweren. Dies stellt das Grundmuster des Bekanntgabeaufschubs dar und entspricht dem erwähnten Beispiel der Übernahmen. Die Bekanntgabe des Übernahmeplans soll aufgeschoben werden, damit dieser nicht durch eine zu frühe Veröffentlichung vereitelt oder erheblich erschwert wird.

In der zweiten Gruppe geht es dagegen um Konstellationen, in denen *zwei* publizitätspflichtige Tatsachen vorliegen. Beide beruhen auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten. Die Bekanntgabe beider Tatsachen soll aufgeschoben werden, indem die Verbreitung *einer der beiden* Tatsachen aufgeschoben wird, um den Plan oder Entschluss, welcher der *anderen* publizitätspflichtigen Tatsache zugrunde liegt, nicht zu vereiteln oder erheblich zu erschweren. Zu denken ist etwa an einen ausserbörslichen Rückkauf eigener Aktien in grösserem Umfang (sog. *negotiated repurchase*), welcher in Hinblick auf eine beab-

der mit den Derivate-Positionen verbundenen Schieflage aufzuschieben, um in den nachfolgenden drei Handelstagen die Positionen aufzulösen und anschliessend eine Rekapitalisierung durchzuführen (vgl. Ministère de l'économie, des finances et de l'emploi, Rapport au Premier ministre concernant les enseignements à tirer des événements récemment intervenus à la Société Générale, Paris, février 2008, 1 ff. [zit. Rapport; abrufbar unter: http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/sircom/secteur_bancaire_financier/rap_societe_generale080204.pdf]). Das französische Finanzministerium äussert sich in dem Bericht über den Fall wie folgt zum Bekanntgabeaufschub: «Ce report apparaît parfaitement justifié par la situation de la Société Générale, dès lors qu'il apparaissait possible, d'une part de déboucler les positions en cause et supprimer ainsi l'exposition au risque, d'autre part de sécuriser la réalisation d'une augmentation de capital permettant de renforcer les fonds propres de l'établissement. La solution inverse, à savoir la communication immédiate sur l'exposition réelle de la banque aux risques des marchés de dérivés actions, aurait fait courir un grave risque de perte de confiance des contreparties de la Société Générale. Ceci n'aurait pas été conforme à l'intérêt de la société et était susceptible de mettre en cause la stabilité des systèmes financiers français et international» (Ministre de l'économie, des finances et de l'emploi, Rapport, 5).

sichtigte Übernahme beschlossen wurde (wobei die zurückgekauften Aktien als «Akquisitionswährung» dienen), jedoch nicht offengelegt werden soll, um die anvisierte Übernahme nicht zu gefährden.³⁸ Der Wortlaut von Art. 54 Abs. 1 Ziff. 1 KR steht diesfalls einem Bekanntgabeaufschub nicht entgegen und er erscheint auch als sachgerecht. Diese Konstellation wird vom Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs erfasst, sofern der zeitliche und/oder sachliche Zusammenhang zwischen beiden publizitätspflichtigen Tatsachen derart eng ist, dass Marktteilnehmer von der Veröffentlichung der einen Tatsache auf einen Plan oder Entschluss, welcher der anderen Tatsache zugrunde liegt, schliessen können.³⁹

Schliesslich geht es in der dritten Gruppe um Konstellationen, in denen zwei publizitätspflichtige Tatsachen vorliegen, aber nur eine dieser Tatsachen auf einem Plan oder Entschluss beruht. Die Bekanntgabe beider Tatsachen soll aufgeschoben werden, und zwar die Verbreitung der Tatsache, die selbst *nicht* auf einem Plan oder Entschluss beruht, deshalb, um den Plan oder Entschluss, welcher der anderen publizitätspflichtigen Tatsache zugrunde liegt, nicht zu vereiteln oder erheblich zu erschweren.

Diese Konstellation entspricht der Rechtsfigur der «gemischten Tatsache». Auch diese Variante ist, mit Blick auf den Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs, als ausnahmsweise aufschubfähig zu betrachten, sofern der zeitliche und/oder sachliche Zusammenhang zwischen beiden publizitätspflichtigen Tatsachen derart eng ist, dass Marktteilnehmer von der Veröffentlichung der einen Tatsache auf einen

³⁸ Vgl. in diesem Zusammenhang einen Fall aus dem jüngeren schweizerischen Börsengeschehen: der am 12. September 2005 bekanntgegebene Share Deal zwischen der Swissfirst AG und der Bellevue Holding AG (entsprechende Mitteilung abrufbar unter: http://www.bellevue.ch/files/content/sites/bellevuegoupSite/files/PDFs/News%20&%20Medienmitteilungen/Deutsch/Offenlegung%20von%20Beteiligungen_12.09.05.pdf). Dem eigentlichen Share Deal zwischen den zwei Gesellschaften waren Paketerwerbe eigener Aktien seitens der Swissfirst AG vorangegangen – beides publizitätspflichtige Tatsachen. Vgl. zu diesem Fall *Eugster/Marolda Martinez*, Informationsasymmetrie (Fn. 9), 40 ff., 46 (die Zulässigkeit des Bekanntgabeaufschubs des Share Deals grundsätzlich bejahend und, gestützt auf die Annahme eines Informationslecks, das Fehlen einer sofortigen Offenlegung bemängelnd).

³⁹ Zur Diskussion eines Falles aus der Praxis der SIX, welcher der Konstellation in der zweiten Gruppe entspricht, vgl. Abschnitt IV.2, Fn. 88.

Plan oder Entschluss, welcher der anderen Tatsache zugrunde liegt, schliessen können.

In der Literatur wird diese Konstellation vor allem im Zusammenhang mit der Sanierung diskutiert.⁴⁰ Ein Paradebeispiel für die Sanierung ist der erwähnte «Rettungsanker» für die UBS. Die Sanierung zeichnet sich dadurch aus, dass in der Regel auf das Erkennen der Sanierungsbedürftigkeit (eine publizitätspflichtige Tatsache, welche nicht auf einem Plan oder Entschluss beruht) ein Sanierungsplan folgt. Gemäss h.L., welcher zuzustimmen ist, soll es gestattet sein, die Veröffentlichung der Tatsache der Sanierungsbedürftigkeit ausnahmsweise aufzuschieben, falls die daran anzuschliessenden Sanierungsbemühungen eine vernünftige Realisierungschance haben.⁴¹

Präzisierung ist darauf hinzuweisen, dass diese Konstellation nicht nur im Kontext der Sanierung, d.h. in Situationen, in denen die Überlebensfähigkeit des Emittenten in Frage steht, Anwendung findet. Das erwähnte Beispiel der auf Derivate-Positionen entstandenen (kursrelevanten) Buchverluste (eine publizitätspflichtige Tatsache, welche nicht auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht) und des daran anschliessenden Unwinding dieser Positionen illustriert diesen Punkt.

1.2 Zu Abs. 1 Ziff. 2

Aus dem Wortlaut von Art. 54 Abs. 1 Ziff. 2 KR ergibt sich, dass die tatbestandsmässige Eignung, die Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, genügt, um einen Bekanntgabeaufschub zu rechtfertigen. Der

Ausdruck «beeinträchtigen» impliziert, dass die Eignung sich auf das Zufügen eines effektiven Nachteils im Einzelfall (vermögensrechtlicher Schaden oder anderer fassbarer Nachteil) zu beziehen hat.

Zusätzlich müssen die Emittenteninteressen «berechtigt» sein; dabei handelt es sich um einen unbestimmten Rechtsbegriff, der auslegungsbedürftig ist.⁴²

Weiter hat eine Interessenabwägung stattzufinden.⁴³ Auch wenn in Art. 54 Abs. 1 Ziff. 2 KR nicht von einer Interessenabwägung die Rede ist, ergibt sich dieses Erfordernis unmittelbar aus der Tatsache, dass der Emittent selbst darüber entscheiden muss, ob die Voraussetzungen für einen Bekanntgabeaufschub erfüllt sind. Würde der Emittent nur seine eigenen Interessen an einem Aufschub und nicht auch das Interesse des Kapitalmarktes an einer (sofortigen) Bekanntgabe sowie die Gefahren eines Insidermissbrauchs, welche daraus erwachsen, dass die Information zurückgehalten wird, in die Beurteilung einbeziehen, käme es wohl nur dann zu einer Offenlegung im Rahmen der Ad hoc-Publizität, wenn der Emittent dies auch freiwillig täte.⁴⁴ Dies würde dem Sinn und Zweck der Ad hoc-Publizität widersprechen.⁴⁵ Es erscheint deshalb unbestritten, dass sich aus Art. 54 Abs. 1 Ziff. 2 KR ein Gebot an den Emittenten ableiten lässt, eine Interessenabwägung vorzunehmen, die zwischen den widerstreitenden Interessen des Emittenten an einem Aufschub und jenen des Kapitalmarktes an einer (sofortigen) Information vermittelt.

1.3 Zu Abs. 2

Schliesslich muss der Emittent gemäss Art. 54 Abs. 2 KR «gewährleisten, dass die Vertraulichkeit der kursrelevanten Tatsache während der gesamten Dauer des Bekanntgabeaufschubs gewährleistet ist».

⁴⁰ Vgl. *Hsu*, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 215; *Peter Böckli*, Ad hoc-Publizität und Insiderstrafnorm: Nach- und Feinschliff für das Informationsrecht des Kapitalmarktes, in: Christoph B. Bühler (Hrsg.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern/Stuttgart/Wien 2003, 87 ff., 101 ff.; *Lukas Glanzmann*, Die Pflichten des Verwaltungsrates und der Geschäftsführung in finanziellen Krisensituationen, in: Vito Roberto (Hrsg.), Sanierung der AG, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2003, 19 ff., 82 ff.; *Böckli*, Schweizer Aktienrecht (Fn. 1), § 7 N 126 ff.; *Nobel*, Finanzmarktrecht (Fn. 1), § 11 N 179; *Ders.*, Unternehmenskommunikation (Fn. 1), 138; *Huber/Gruber*, Gleichbehandlung (Fn. 1), 6 f.; *Corrado Rampini/Thomas Rohde*, Sanierungstransaktionen am Kapitalmarkt, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich/Basel/Genf 2010, 43 ff., 48 ff.

⁴¹ Vgl. vorangehende Fn. 40 und dort zitierte Literatur. Vgl. auch Kommentar RLAhP N 197 ff.

⁴² Dazu sogleich Abschnitt IV.

⁴³ Vgl. *Katharina Rüdlinger*, Ad hoc-Publizität, Investor Relations Konferenz, SIX Exchange Regulation, 3. November 2010, 12; Kommentar RLAhP N 188.

⁴⁴ Ähnlich *von Fischer*, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 100.

⁴⁵ Die Kosten, die dem Kapitalmarkt aus einem Bekanntgabeaufschub erwachsen, sind erheblich. Es entstehen «falsche» Kurse, weil nicht mehr alle wesentlichen (Fundamental-)Informationen in den Aktienpreisen reflektiert sind. Diese «falschen» Kurse setzen wiederum die falschen Signale für die Hauptfunktion des Kapitalmarktes – knappes Kapital in seine beste Verwendung zu lenken – sowie für die dem Kapitalmarkt zugeschriebene disziplinierende Wirkung auf das Management.

Im Falle eines Informationslecks ist die Vertraulichkeit nicht mehr gegeben, weshalb die Berechtigung zum Aufschub unmittelbar entfällt und der Markt umgehend, gemäss den Vorschriften zur Ad hoc-Publizitätspflicht, über die Tatsache zu informieren ist.⁴⁶

Genau genommen handelt es sich bei der Gewährleistung einer umfassenden Vertraulichkeit nicht um eine formelle Voraussetzung für einen Bekanntgabeaufschub. Rechtstechnisch entspricht das Auftreten eines Lecks dem Eintritt einer auflösenden Bedingung für den Bekanntgabeaufschub. Ein Leck stellt *per se* keine Verletzung der Vorschriften zur Ad hoc-Publizität dar.⁴⁷ Eine Reglementsverletzung liegt allerdings dann vor, wenn der Emittent es unterlassen hat, die nötigen Vorkehrungen zu treffen, die es ihm ermöglichen, im Falle eines Lecks sofort zu informieren.⁴⁸

2. Exkurs: Bekanntgabeaufschub zur Vermeidung einer «Marktverwirrung»?

Einige Autoren⁴⁹ haben darauf hingewiesen, dass es Konstellationen geben kann, in denen ein Bekanntgabeaufschub hinsichtlich einer schlechten (kursrelevanten) Information (z.B. das *worst-case scenario* einer noch entwicklungs-offenen, publizitätspflichtigen Tatsache) gerechtfertigt sein könnte, weil «diese schlechte Information – voraussichtlich, aber keineswegs gewiss – in absehbarer Zeit durch eine positive Nachricht wieder ganz oder teilweise wettgemacht werden kann».⁵⁰ In einer solchen Konstellation würde ein Zuwarten mit der Bekanntgabe der schlechten Information bis zur Bekanntgabe oder dem Bekanntwerden der positiven Nachricht dem Markt ein unnötiges «Yo-Yo des Börsenkurses» ersparen. Eine sofortige Bekanntgabe der schlechten Information würde demgegenüber im Markt «mehr Unsicherheit als Vertrauen» stiften.

Da eine schlechte Information ihrem Wesen nach planwidrig ist, kann deren Bekanntgabe nicht auf der Grundlage von Art. 54 KR aufgeschoben werden.⁵¹ Es stellt sich deshalb die Frage, ob sich ein Bekanntgabeaufschub allenfalls direkt auf das in Art. 1 BEHG bzw. Art. 1 KR enthaltene Transparenzgebot abstützen lässt, sofern die Bekanntgabe der Information nicht zur Transparenz im Markt beiträgt oder diese gar schädigt.⁵²

Ein solches Vorgehen, d.h., eine Information, die einer Publizitätspflicht unterliegt, nicht zu veröffentlichen, weil deren Bekanntgabe, im Einzelfall, nicht zur Transparenz im Markt beiträgt oder diese gar schädigt, kann durchaus Sinn machen und findet auch, in begrenzten Masse, Anwendung in der Praxis zu anderen Publizitätspflichten, namentlich der Beteiligungstransparenz.⁵³ Im Kontext der Ad hoc-Publizität allerdings wäre eine Abstützung des Bekanntgabeaufschubs auf das allgemeine Transparenzgebot u.E. aus folgenden Gründen problematisch:

- Die Ad hoc-Publizität knüpft an die Tatbestandsvoraussetzung der Kursrelevanz an. Nur schon aus diesem Grund ist es schwierig, sich Informationen vorzustellen, die kursrelevant sind *und* den Markt «verwirren»;
- Die Vermeidung von Volatilität («Yo-Yo des Börsenkurses») ist nicht ein vorrangiges Ziel der Ad hoc-Publizität;
- Der Börsengesetzgebung liegt eine Konzeption des Marktes als Informationsverarbeitungsmechanismus zugrunde. Es kann deshalb nicht ausgeschlossen werden, dass der Markt eine schlechte (kursrelevante) Information (z.B. das *worst-case scenario* einer noch entwicklungs-

⁴⁶ Vgl. Kommentar RLAhP, Anhang 4.

⁴⁷ Vgl. alt Kommentar RLAhP, Rz 18 N 4.

⁴⁸ D.h. mit dem Beanspruchen des Bekanntgabeaufschubs ist eine Pflicht zur Informationsvorbereitung i.S. eines «*leak contingency plan*» verbunden (DK/AHP/I/05, Ziff. 10); vgl. Kommentar RLAhP N 213; Praxis DK/AHP/I/04; DK/AHP-II/04; DK/AHP-II/05; ZUL/AHP-II/06; SaKo/AHP/III/07; Fall Nr. 5 Praxis AhP.

⁴⁹ Daniel Daeniker, Thesen zur Haftung für Ad hoc-Publizität, GesKR 2006, 139 ff., 148 f. (zit. Thesen); dalla Torre/Hasler, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 197.

⁵⁰ Daeniker, Thesen (Fn. 49), 149.

⁵¹ Ausser es liegt eine sog. gemischte Tatsache vor.

⁵² In diese Richtung (Art. 1 BEHG zitierend) Daeniker, Thesen (Fn. 49), 149; dalla Torre/Hasler, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 197.

⁵³ Vgl. Erwägungen der Offenlegungsstelle der SIX im Zusammenhang mit der Prüfung, ob wichtige Gründe vorlagen, welche eine Ausnahme vom «Netting-Verbot» von Erwerbs- und Veräusserungspositionen gemäss Art. 12 Abs. 1 BEHV-FINMA rechtfertigen könnten («Ein solches Vorgehen ist nur in Ausnahmefällen gerechtfertigt, wenn durch die Einzelbetrachtung und -offenlegung der Finanzinstrumente geradezu unklare oder irreführende Informationen die Transparenz im Markt verringern oder schädigen würden», Jahresbericht 2008, 43). Vgl. auch Schenker, Übernahmerecht (Fn. 1), 152.

fenen, publizitätspflichtigen Tatsache) besser einzuschätzen vermag als der Emittent selbst;⁵⁴

- Nicht jede schlechte (kursrelevante) Information führt zwangsläufig zu einem «Yo-Yo des Börsenkurses». Hat der Emittent vorgängig ein hinreichendes Reputationskapital am Markt aufgebaut und wird dem Management-Team entsprechendes Vertrauen entgegengebracht, kann es durchaus sein, dass der Markt «gelassen» auf solche Informationen reagiert.

Aus diesen Gründen ist u.E. ein zu weitgehender Rekurs auf das allgemeine Transparenzgebot im Kontext des Bekanntgabeaufschubs der Ad hoc-Publizität nicht angezeigt.⁵⁵

IV. «Berechtigte» Emittenteninteressen

1. Auslegung

1.1 Ist Auslegung nötig?

Zunächst ist danach zu fragen, ob eine Auslegung des Begriffs der «berechtigten» Emittenteninteressen überhaupt erforderlich ist. Es liesse sich argumentieren, dass «berechtigte» Emittenteninteressen an einem Bekanntgabeaufschub immer dann gegeben sind, wenn im Rahmen der durchzuführenden Abwägung die (extensiv ausgelegten) Interessen des Emittenten an einem Bekanntgabeaufschub die Interessen des Kapitalmarktes an einer zeitnahen Veröffentlichung überwiegen. Der Ausdruck «berechtigte» Emittenteninteressen würde demnach lediglich als ein Verweis verstanden auf eine vorzunehmende Interessenabwägung. Damit liesse sich die Problema-

tik der Auslegung des Begriffs der «berechtigten» Emittenteninteressen scheinbar elegant umschiffen.⁵⁶ Das Problem mit diesem Ansatz besteht erstens darin, dass dieses Vorgehen methodisch nicht ganz einwandfrei ist. Die Interessenabwägung selbst stellt keine eigentliche Auslegungsmethode dar.⁵⁷ Die Interessenabwägung kommt vielmehr zum Zug, wenn herkömmliche Auslegungselemente sich als nicht ergiebig erwiesen haben oder wenn sich eine «Nachkontrolle» des durch Auslegung gezeitigten Ergebnisses aufdrängt.⁵⁸ Zweitens würde in diesem Ansatz das ganze Schwergewicht der wertenden Beurteilung, ob «berechtigte» Interessen an einem Bekanntgabeaufschub gegeben sind oder nicht, vom konkreten Reglement (und dessen Auslegung) zum etwas unbestimmteren Vorgang der Interessenabwägung verschoben.⁵⁹ Letzteres wäre unter dem Gesichtspunkt der Vorhersehbarkeit und Rechtssicherheit unbefriedigend.

Vorzuziehen ist deshalb ein Vorgehen, wonach zunächst der Versuch unternommen wird, den Ter-

⁵⁴ Es soll hier nicht bestritten werden, dass das reale Marktgeschehen auch – und phasenweise vorwiegend – von Gefühlen («*animal spirits*») und unsubstantiierten Gerüchten («*noise*») bestimmt wird (für eine Übersicht zum «*behavioral finance*»-Ansatz vgl. etwa *George A. Akerlof/Robert J. Shiller*, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, NJ, 2009). Diese Aspekte stehen in der gesetzgeberischen Konzeption des Marktes allerdings nicht im Vordergrund.

⁵⁵ Vgl. auch *Lüchinger*, der vom «Mythos der Marktverwirrung» spricht («[...] das Argument [...], dem Investor sei diese oder jene Information nicht zuzumuten, da bei ihm oder beim Markt bloss Verwirrung entstehe, [löst] doch Verwunderung aus. Aus Sicht des Investors ist dies eine recht eigenwillige, paternalistische Einstellung», *Ad hoc-Publizität* [Fn. 1], 263).

⁵⁶ In diese Richtung tendiert wohl die Praxis der SIX zum Bekanntgabeaufschub (dazu Abschnitt IV.2, Fn. 86, 88); vgl. auch *Feller*, der davon ausgeht, dass die Voraussetzung des Vorliegens von «berechtigten» Interessen des Unternehmens an einem Bekanntgabeaufschub «in der Schweiz praktisch als irrelevant betrachtet wird» (Vergleich [Fn. 5], 1103).

⁵⁷ *Ernst A. Kramer*; *Juristische Methodenlehre*, 3. Aufl., Bern/München/Wien 2010, 268 (zit. *Methodenlehre*).

⁵⁸ Vgl. *Edward E. Ott*, *Die Beurteilung von Interessen bei der Gesetzesauslegung*, in: *Heinrich Honsell/Roger Zäch/Franz Hasenböhler/Friedrich Harrer/René Rhinow* (Hrsg.), *Privatrecht und Methode*, Festschrift für Ernst A. Kramer, Basel/Genf/München 2004, 225 ff.

⁵⁹ *Jean Nicolas Druet* hat auf ein informationsrechtliches Paradoxon hingewiesen, wodurch die Brauchbarkeit des Instruments der Interessenabwägung im Zusammenhang mit Normen, die Informationen zum Gegenstand haben, erheblich gemindert wird: «[i]n der Intensität des Interesses besteht im Fall von Information [...] naturgemäss eine *Reziprozität* der beiden Seiten, d.h. wenn das Interesse an der Offenlegung stärker ist, so ist es tendenzweise auch dasjenige an der Geheimhaltung» (Vom Informations- zum Kommunikationsrecht – Überlegungen am Beispiel des Aktienrechts, in: *Hans Caspar* von der Crone/Rolf H. Weber/Roger Zäch/Dieter Zobl [Hrsg.], *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht*, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2003, 115 ff. 119). Dies trifft in besonderem Mass auf das Institut der Ad hoc-Publizität zu. Generell zu den Defiziten des Instruments der Interessenabwägung *Ders.*, *Interessenabwägung – Eine Methode?*, in: *Beiträge zur Methode des Rechts*, St. Galler Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1981, Bern 1981, 131 ff. (zit. *Interessenabwägung*).

minus «berechtigte» Emittenteninteressen – allgemeinen Auslegungskriterien entsprechend⁶⁰ – zu interpretieren, um erst im Nachgang eine Interessenabwägung vorzunehmen. Ein solches Vorgehen entspricht einem wohlverstandenen Interessenabwägungsprozess, der immer auch eine Vorselektion der rechtserheblichen Interessen bzw. deren Gewichtung voraussetzt.⁶¹ Wie der vorliegende Beitrag zeigen wird, ist eine plausible Auslegung des Begriffs «berechtigte» Emittenteninteressen durchaus möglich. Dies erlaubt eine konkretere und engere Abgrenzung der zu berücksichtigenden Emittenteninteressen und entlastet dadurch den Vorgang der Interessenabwägung, was nicht nur methodisch sinnvoller, sondern auch der Rechtssicherheit dienlich ist.

1.2 «Berechtigte» Emittenteninteressen = «Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdige Interessen»?

Ein Teil der Lehre hat vorgeschlagen, Art. 697 Abs. 2 OR als Mittel zur Auslegung analog heranzuziehen.⁶² Eine solche Analogie zu Art. 697 Abs. 2 OR würde ein breites Spektrum an möglichen Emittenteninteressen an der Geheimhaltung von Informationen mit sich bringen («Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdige Interessen»)⁶³ Die Grundkon-

zeption von Art. 697 Abs. 2 OR besteht darin, wie das Bundesgericht sich ausdrückt, dass die Bekanntgabe von Informationen «in vielfacher Hinsicht die Interessen der Gesellschaft zu gefährden geeignet [sein kann]. Von ausschlaggebender Bedeutung [ist] das Argument, dass die [...] erteilten Auskünfte in den Besitz von Dritten – Konkurrenten, Lieferanten, Abnehmer, ausländische Steuerbehörden – gelangen und zum Schaden der Gesellschaft verwendet werden könnten [...]».⁶⁴ Mit Art. 697 Abs. 2 OR werden demnach insbesondere auch Konkurrenzgründe, die für eine Geheimhaltung sprechen, stärker in den Vordergrund gerückt.

Gegen eine solche Analogie spricht, dass eine zu weite Fassung möglicher Emittenteninteressen an einer Geheimhaltung von Informationen in einen Konflikt gerät mit der Teleologie der Ad hoc-Publizität als einem Informationsmittel für den Markt und als insiderrechtliche Präventivmassnahme. Es trifft zwar zu, dass das Recht der Gesellschaft auf Geheimhaltung auch im Börsenrecht gilt.⁶⁵ Es ent-

⁶⁰ Zu den allgemeinen Auslegungsgrundsätzen der klassischen Methodenlehre, welche im Privatrecht wie im öffentlichen Recht zur Anwendung kommen, vgl. *Kramer*, Methodenlehre (Fn. 57), 53 ff.; *Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 6. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2010, § 4 N 214 ff.; vgl. auch, mit Bezugnahme auf das Börsenrecht, *Manfred Küng/Felix M. Huber/Matthias Kuster*, Kommentar zum Börsengesetz, Band II, Zürich 2004, Art. 1 N 22 ff. (zit. Kommentar).

⁶¹ Ansonsten die Interessenabwägung abgeleitet in die schlichte Gegenüberstellung einer unbestimmten Fülle von Interessenkategorien. Hierzu grundlegend *Druey*, Interessenabwägung (Fn. 59), 131 ff.; *Hans-Ueli Vogt*, Der öffentliche Glaube des Handelsregisters, Diss. Zürich 2003, 70 ff.

⁶² *Hsu*, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 211; *Leu*, Rechtswidrigkeit (Fn. 1), 77; *Marolda Martinez*, Information (Fn. 1), 326; *Eugster/Marolda Martinez*, Informationsasymmetrie (Fn. 9), 45; *Bühler*, Regulierung (Fn. 1), N 1146; *dalla Torre/Hasler*, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 196.

⁶³ Für ein noch breiteres Spektrum an zu berücksichtigenden Emittenteninteressen plädiert *Bühler* («Eine Beschränkung der «berechtigten Interessen des Emittenten» auf blosse Geschäftsgeheimnisse im Sinne von Art. 697 Abs. 2 OR dürfte jedoch zu eng sein», Regulierung [Fn. 1], N 1146).

⁶⁴ BGer vom 4. Juni 2003, 4C.234/2002 und 4C.246/2001, E. 5.1.3 (aus BGE 82 II 216 E. 2 [im Zusammenhang mit der Auskunft über stille Reserven] zitierend; «[d]iese Überlegungen haben ihre Gültigkeit im revidierten Aktienrecht beibehalten»). Letztlich geht die Grundkonzeption von Art. 697 Abs. 2 OR darauf zurück, dass dem Aktionär keine Treue- und Geheimhaltungspflichten obliegen (vgl. *Peter Forstmoser*, Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs, in: Rechtsfragen um die Generalversammlung, Schriften zum neuen Aktienrecht, Band 11, Zürich 1997, 85 ff.). Generell zur Praxis zum Auskunfts- und Einsichtsrecht nach Art. 697 OR vgl. BGE 82 II 216; BGE 109 II 47; BGer vom 4. Juni 2003, 4C.234/2002 und 4C.246/2001; BGer vom 20. Dezember 2006, 4C_278/2006; BGer vom 6. Februar 2008, 4A_440/2007; BGer vom 20. April 2010, 4A_36/2010. Zur Doktrin vgl. *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 40 N 166 ff. (zit. Aktienrecht); BSK OR II-Weber, Art. 697 N 1 ff.; *Roland von Büren/Walter A. Stoffel/Rolf H. Weber*, Grundriss des Aktienrechts, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2011, N 930 ff.; CR CO II-Trigo Trindade, Art. 697 N 1 ff.; *Böckli*, Schweizer Aktienrecht (Fn. 1), § 12 N 148a ff.; OR Handkommentar-Kunz, Art. 697 N 1 ff.; *Jean Nicolas Druey/Lukas Glanzmann*, Gesellschafts- und Handelsrecht, Zürich/Basel/Genf 2010, § 11 N 49 ff. Vgl. auch *Andreas Bättig*, Missbräuchliche Ausübung des Auskunfts- und Einsichtsrechts nach Art. 697 OR, GesKR 2010, 393 ff., sowie, spezifisch zu den vorgeschlagenen Anpassungen von Art. 697 OR im Rahmen der laufenden Revision des Aktienrechts, *Claude Lambert/Patrick Schleiffer*, Auskunfts- und Einsichtsrecht, GesKR Sondernummer 2008, 98 ff.

⁶⁵ *Zobl/Kramer*, Kapitalmarktrecht (Fn. 1), N 100.

spricht aber gerade der Konzeption eines auf Transparenz angelegten Rechts,⁶⁶ dass wichtige (auch kritische) Unternehmensinterna offenzulegen sind, selbst wenn eine Schädigung der Emittenten (aus Konkurrenz- oder anderen Gründen) nicht ausgeschlossen ist. Das kapitalmarktrechtliche Institut der Ad hoc-Publizität bringt, aus dieser Warte betrachtet, die Wertung des Gesetzgebers bzw. des Selbstregulators zum Ausdruck, dass, *im Bereich von kursrelevanten Tatsachen*, das Interesse des Marktes an Transparenz grundsätzlich höher zu gewichten ist als jenes des Emittenten an Geheimhaltung.⁶⁷ Indem der Gesetzgeber sich dafür entschieden hat, die ka-

pitalmarktrechtlichen Informationsstandards, mit der Ad hoc-Publizität und anderen Instrumenten, höher anzusetzen als das Niveau der Informationsvermittlung an die Aktionäre in der GV,⁶⁸ nimmt er auch in Kauf, dass dem Emittenten dadurch nicht nur zusätzliche Kosten (für die Beschaffung, Aufbereitung und Übermittlung der Informationen),⁶⁹ sondern auch allfällige Wettbewerbsnachteile entstehen können.⁷⁰ Im Aktienrecht ist der Verwaltungsrat (weitgehend) ausschliesslich seinen *bestehenden* Aktionären verpflichtet. Diese haben ein eigenes Interesse daran, dass der Unternehmenswert nicht durch eine Bekanntgabe von Geschäftsgeheimnissen gesenkt wird. Demgegenüber hat sich der Emittent über die Börsenkotierung dazu verpflichtet, gegenüber allen Marktteilnehmern (was zwangsläufig auch Konkurrenten miteinschliesst) mehr von sich preis zu geben. Dies führt zu einer unterschiedlichen Abgrenzung der Geheimsphäre des Emittenten im Börsenrecht gegenüber dem «klassischen» Aktienrecht⁷¹ und lie-

⁶⁶ Zum Transparenzanliegen, welches dem Kapitalmarktrecht insgesamt zugrunde liegt und bereits in den Zweckartikeln des BEHG und des KR festgehalten wird, vgl. *Küng/Huber/Kuster*; Kommentar (Fn. 60), Art. 1 N 12 ff.; BSK BEHG-*Watter*; Art. 1 N 10; BSK BEHG-*Weber*; Vor Art. 20–21 N 9 ff. (materielle und funktionelle Transparenz unterscheidend). Vgl. auch *Christine Kaufmann/Rolf H. Weber*, The Role of Transparency in Financial Regulation, *Journal of International Economic Law* 2010, 779 ff.

⁶⁷ In diesem Sinne auch *Stüchelberger* («Eine analoge Anwendung [von Art. 697 Abs. 2 OR] auf die Ad hoc-Publizität ginge [...] zu weit [...]. [Es] ist [...] gerade die Absicht der Bekanntgabepflichten, den Grundsatz der Informationszurückhaltung zu durchbrechen [...]», Unternehmensinformation [Fn. 1], 143). Vgl. zudem die Rechtsprechung zur z.T. ähnlich gelagerten Problematik der Ausnahmen von den Meldepflichten von Beteiligungen, der zufolge im Rahmen von Art. 663c OR bzw. Art. 20 BEHG das Anonymitätsinteresse des einzelnen Aktionärs (und somit der Grundsatz des Persönlichkeitsschutzes) dem Prinzip der Markttransparenz zu weichen hat. Zur Beteiligungstransparenz gemäss Art. 663c OR vgl. BGE 124 II 581 («Die [...] Lösung war dabei im Lichte der vom Gesetzgeber getroffenen Wertungen und der beabsichtigten Markttransparenz sachlich vorgegeben», E. 2c/aa; «Zu Unrecht berufen sich die Beschwerdeführerinnen [...] auf das Recht des Aktionärs auf Anonymität. Ein solches besteht im Anwendungsbereich von Art. 663c OR [...] gerade nicht. Der Gesetzgeber hat das Interesse an der Transparenz des Marktes grundsätzlich höher gewichtet als jenes des einzelnen Aktionärs (bzw. im Rahmen von Art. 663h OR der Gesellschaft selber) an Geheimhaltung [...]», E. 2c/cc). Zur Beteiligungstransparenz gemäss Art. 20 BEHG vgl. BVGer vom 20. Juli 2010, B-7126/2008 («Le Tribunal fédéral a, dans ce cas [BGE 124 II 581], expressément mentionné qu'il n'existait pas un droit à l'anonymat des actionnaires, l'intérêt à la transparence du marché financier étant supérieur à l'intérêt individuel de l'actionnaire au maintien de son anonymat (ATF 124 II 581 consid. 2c/cc). En l'occurrence, en édictant l'art. 20 LBVM, le législateur a également opté résolument pour élever ce principe de transparence du marché des valeurs mobilières au-dessus de l'intérêt individuel de l'actionnaire à l'anonymat», E. 7.2.3).

⁶⁸ Gegenüber dem dreistufigen Informationskonzept im Aktienrecht (Recht auf Bekanntgabe des Geschäfts- und Revisionsberichts, Auskunfts- und Einsichtsrecht, Recht auf Einleitung einer Sonderprüfung) stellt das Börsenrecht «un régime d'information renforcé» dar (CR CO II-*Trigo Trindade*, Art. 696 N 70).

⁶⁹ «Informationen entstehen nicht von selbst, sie müssen vorbereitet werden» (DK/AHP/I/05, Ziff. 9 [im Zusammenhang mit der Pflicht zur Informationsvorbereitung im Rahmen des Bekanntgabeaufschubs]).

⁷⁰ M.a.W. eine Güterabwägung hat bereits stattgefunden. Diese im Einzelfall nochmals vorzunehmen, wäre nicht angebracht. Vgl. im Zusammenhang mit der Beteiligungstransparenz gemäss Art. 20 BEHG BGer vom 4. Dezember 2001, 2A.174/2001, wonach Kosten – in der Form von administrativem Mehraufwand – welche dem Emittenten aus den Meldepflichten von Beteiligungen erwachsen, für die Frage, ob im Einzelfall Ausnahmen von der Meldepflicht zu gewähren seien, unbeachtlich sind [«les motifs invoqués par la recourante [...] doivent être écartés. [...] la charge de travail administratif – au demeurant égale pour tous les investisseurs – qu'engendre l'obligation de déclarer ainsi que d'éventuelles demandes d'exemption de cette obligation en relation avec des opérations particulières n'est à l'évidence pas un juste motif au sens de l'art. 20 al. 1 OBVM-CFB», E. 3c].

⁷¹ Generell zum Spannungsfeld zwischen «klassischem» Aktienrecht und finanzmarktrechtlichem Transparenzanliegen, erläutert am Beispiel der Meldepflichten von Beteiligungen, vgl. *Rolf H. Weber*, Börsenrechtliche Meldepflichten im Spannungsfeld von Gesellschafts- und Finanzmarktrecht, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), *Wirtschaftsrecht zwischen Theorie und Praxis*, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 774 ff.

fert einen wichtigen Grund, dass sich ein Heranziehen von Art. 697 Abs. 2 OR als Auslegungshilfe bzw. eine analoge Anwendung dieser Norm auf den Tatbestand des Bekanntgabeaufschubs nicht aufdrängt.⁷²

*Stückelberger*⁷³ geht noch einen Schritt weiter und fragt sich, ob kursrelevante Tatsachen noch als Geheimnis im rechtstechnischen Sinne zu qualifizieren seien. Der rechtlich relevante Geheimnisbegriff geht von drei Elementen aus: der relativen Unbekanntheit einer Tatsache als objektives Element sowie zwei subjektiven Elementen (berechtigtes Geheimhaltungsinteresse und Geheimhaltungswille).⁷⁴ Durch die Statuierung einer Pflicht zur Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen im Rahmen der Ad hoc-Publizität wird, so das Argument, das Geheimhaltungsinteresse zerstört,⁷⁵ womit die rechtliche Qualifizierung von kursrelevanten Tatsachen als Geheimnisse entfallen würde.⁷⁶ Für dieses Argument würde nicht zuletzt der Umstand sprechen, dass dem schweizeri-

schen Aufbau der Ad hoc-Publizität zufolge die Verpflichtung zur Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen nur für einen befristeten Zeitraum verzögert, nicht aber aufgehoben werden kann (dies ergibt sich bereits aus dem Ausdruck «Bekanntgabeaufschub» im Titel von Art. 54 KR).⁷⁷ Die Option, ganz oder punktuell aus dieser Verpflichtung, etwa im Rahmen einer Freistellung, auszusteigen, kennt die schweizerische Rechtsordnung nicht.⁷⁸

1.3 Enge, am Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs ausgerichtete Auslegung

Gemäss der hier vertretenen Auffassung ist der Begriff der «berechtigten» Emittenteninteressen restriktiv, am Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs ausgerichtet, auszulegen. Das Schwergewicht der nachfolgenden Ausführungen liegt auf teleologischen Argumenten.⁷⁹ Ergänzt werden diese durch sachlogische Erwägungen.

1.3.1 Teleologische Argumente

a) Übergeordnete *ratio legis*

Einer teleologischen Auslegung des Begriffs der «berechtigten» Emittenteninteressen entsprechend gilt es zunächst, die dem Bekanntgabeaufschub übergeordnete *ratio legis* zu berücksichtigen. Diese wird durch die Ausrichtung des Börsenrechts auf die Herstellung von Transparenz sowie durch die Teleologie der Ad hoc-Publizität als ein Informationsmittel für den Markt und als insiderrechtliche Präventivmassnahme umschrieben. Diese allgemeine Zweckbestimmung spricht in der Tendenz für eine publizitäts-

⁷² In diesem Zusammenhang sei auch verwiesen auf die sich wandelnden Anschauungen, denen der Begriff «Geschäftsgeheimnis» in Art. 697 Abs. 2 OR unterworfen ist. Entwicklungen der letzten 20 Jahre in Rechtsprechung und Lehre – nicht zuletzt unter dem Einfluss des Kapitalmarktrechts – haben insgesamt zu einer Verengung der Geheimnissphäre der Gesellschaft im «klassischen Aktienrecht» geführt und somit zu einer Beschneidung des Rechts des Verwaltungsrats, Auskünfte an die Aktionäre in der GV unter Berufung auf Geheimhaltungsinteressen zu verweigern. Vgl. BSK OR II-Weber, 4. Aufl. 2012, Art. 697 N 10; Rolf H. Weber, Informationsrechte des Aktionärs, in: Rolf Watter (Hrsg.), Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, Eine Standortbestimmung per Ende 2010, Zürich/St. Gallen 2010, 207 ff., 212; Bühler, Regulierung (Fn. 1), N 698.

⁷³ Stückelberger, Unternehmensinformation (Fn. 1), 143.

⁷⁴ Zum Ganzen vgl. Marolda Martinez, Information (Fn. 1), 36 ff.

⁷⁵ Stückelberger, Unternehmensinformation (Fn. 1), 143, Fn. 889.

⁷⁶ Zu einem ähnlichen Schluss würde man wohl kommen, ginge man davon aus, dass kursrelevante Informationen eigentums- bzw. immaterialgüterrechtlich nicht dem Emittenten zuzurechnen sind. Vgl. hierzu aus informationsökonomischer Sicht Johannes Köndgen, Die Ad hoc-Publizität als Prüfstein informationsrechtlicher Prinzipien, in: Rainer J. Schweizer/Herbert Burkert/Urs Gasser (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2002, 791 ff., 793 («[...] [E]ine privat gewonnene marktbezogene Information [soll] sämtlichen Marktteilnehmern zur Verfügung gestellt werden – und zwar unentgeltlich. Ad hoc-Publizität enthält insoweit auch ein privates Verwertungsverbot und stellt damit den Charakter von Information als ökonomisches Verfügungsrecht [...] in Frage»).

⁷⁷ Vgl. Hsu («Die Möglichkeit des Bekanntgabeaufschubs gewährt ein Hinausschieben der Veröffentlichung, nicht aber eine eigentliche Befreiung von der Ad hoc-Publizität», Ad hoc-Publizität [Fn. 1], 210).

⁷⁸ Aus praktischer Sicht ist darauf hinzuweisen, dass der Grundsatz der Wesentlichkeit (vgl. dazu vorne Abschnitt II.3.3) indirekt einen gewissen Schutz gerade auch für den «harten Kern» der Geschäftsgeheimnisse (Fabrikationsgeheimnisse, besondere Herstellungsverfahren, Produktionsabläufe, Kundenlisten, usw.) bietet. Dieser «harte Kern» der Geschäftsgeheimnisse hat oft einen grösseren informativen Wert für die Konkurrenz als für den Kapitalmarkt.

⁷⁹ Generell zur starken Gewichtung der teleologischen Auslegungsmethode im Börsenrecht vgl. Weber, Börsenrecht (Fn. 1), Art. 1 N 9; Küng/Huber/Kuster, Kommentar (Fn. 60), Art. 1 N 29 ff.; Mirjam Eggen, Auslegung und Lückenfüllung im Recht der öffentlichen Übernahmen, GesKR 2007, 398 ff., 399.

tätsfreundliche, d.h. enge Auslegung des Begriffs der «berechtigten» Emittenteninteressen. In diesem Sinne äussert sich auch der Kommentar zur RLAhP, welcher festhält, dass *in dubio* «diejenige Auslegungsvariante zu wählen [ist], die dem Zweck der Ad hoc-Publizität – Herstellung grösstmöglicher Chancengleichheit und Transparenz sowie Prävention von Insiderhandel – am besten gerecht wird» (Kommentar RLAhP, N 4 Satz 2).⁸⁰

b) Spezifischer Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs

Einem teleologischen Vorgehen entsprechend gilt es weiter, nach dem spezifischen Normzweck, welcher der auszulegenden Vorschrift *unmittelbar* zugrunde liegt, zu fragen.⁸¹ Angesprochen ist damit der Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs, der darin besteht, einen Plan oder Entschluss des Emittenten davor zu bewahren, durch eine zu frühe Bekanntgabe vereitelt oder erheblich erschwert zu werden. Der Schutzzweck besteht nicht vorrangig darin, zu verhindern, dass dem Emittenten ein Schaden durch die Veröffentlichung entsteht.

Aus dieser Sicht sind «berechtigte» Emittenteninteressen dann beeinträchtigt, wenn sich durch die Bekanntgabe die Handlungsparameter für den Emittenten dergestalt verschieben, dass die Voraussetzungen für eine Implementierung des Plans oder Entschlusses (faktisch oder rechtlich) nicht mehr hinreichend vorliegen oder ein derart hoher Schaden entsteht, dass eine Implementierung sich nicht mehr lohnt. Letzteres kann nicht leichthin angenommen werden und ist nicht schon deshalb gegeben, weil dem Emittenten ein erheblicher Schaden durch die Veröffentlichung entsteht. Vielmehr muss der Schaden nicht nur erheblich sein, sondern so erheblich, dass dieser den Vorteil, welchen der Emittent aus dem Plan oder Entschluss zieht, wieder aufhebt oder zunichte macht.

Daraus erhellt, dass, unter Zugrundelegung einer am Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs ausgerichteten Auslegung, die Schwelle für die Zurückhaltung einer Information im Rahmen des Bekanntgabeaufschubs höher angesetzt ist als im Rahmen der allgemeinen Informationspflichten nach Aktienrecht.⁸²

Ein Teil der Lehre hat (ausgehend von der Analogie zu Art. 697 Abs. 2 OR) vorgeschlagen, «berechtigte» Emittenteninteressen anzuerkennen, wenn «die Entscheidungsfindung erheblich gestört wird, dem Unternehmen erhebliche Wettbewerbsvorteile entgehen oder zusätzliche Kosten entstehen würden».⁸³

Gemäss der vorliegend vertretenen Auffassung soll der Kreis der «berechtigten» Emittenteninteressen enger gezogen werden. Insbesondere sollen den Anforderungen an die «berechtigten» Emittenteninteressen Umstände, wonach «dem Unternehmen erhebliche Wettbewerbsvorteile entgehen oder zusätzliche Kosten entstehen würden» sowie irgendwie

⁸² Zur Illustration mag folgendes (konstruiertes) numerisches Beispiel dienen, in welchem bewusst Grenzwerte gewählt werden, um die Unterschiede zu verdeutlichen: Der Wert einer Gesellschaft ist 100. Die Gesellschaft schliesst sich dazu, mit einem sog. «Schurkenstaat» ins Geschäft zu kommen und schliesst mit diesem einen äusserst lukrativen Gasfördervertrag ab. Durch den Vertragsabschluss erhöht sich der Wert der Gesellschaft um 200 auf 300. Der Vertragsabschluss mit dem «Schurkenstaat» ist ohne weiteres kursrelevant und unterliegt der Publizitätspflicht. Mit der Veröffentlichung der Information hat die Gesellschaft eine Sanktion durch einen Drittstaat im Umfang von –100 zu gewärtigen. Trotz der Sanktion lohnt sich der Vertragsabschluss für die Gesellschaft, deren Wert sich im Ergebnis – unter Berücksichtigung der Sanktion – von 100 auf 200 verdoppelt. Das Beispiel zeigt, dass, trotz erheblichem Schaden für die Gesellschaft durch die Veröffentlichung (mit der Sanktion verringert sich der Wert der Gesellschaft um ein Drittel), dies gleichwohl nicht dazu führt, dass der Plan oder Entschluss der Gesellschaft (den Gasfördervertrag abzuschliessen) vereitelt oder auch nur erheblich erschwert würde. Folgt man den Grundsätzen des aktienrechtlichen Auskunftsrechts, würde man die Information ohne weiteres zurückhalten. Im Rahmen des Bekanntgabeaufschubs, auf der Grundlage der hier vertretenen Auslegung von «berechtigten» Emittenteninteressen, wäre dies hingegen nur gerechtfertigt, wenn die Sanktion durch den Drittstaat nicht –100, sondern –200 betragen würde und sich entsprechend die Durchführung des Planes oder Entschlusses (den Gasfördervertrag abzuschliessen) nicht mehr lohnen würde.

⁸⁰ Vgl. auch Lehrmeinungen, die generell für eine restriktive Handhabung des Bekanntgabeaufschubs plädieren: *Nobel*, Finanzmarktrecht (Fn. 1), § 11 N 179; *Ders.*, Finanzmarktrecht und internationale Standards (Fn. 1), § 10 N 362; *Huber/Hodel/Staub Gierow*, Praxiskommentar (Fn. 1), 370; *Peter Nobel/Myriam Senn*, Finanzmarktrechtliche Entscheide, Bern 2006, 504.

⁸¹ Vgl., aus privatrechtlicher Optik, *SHK ZGB-Hausheer/Jaun*, Die Einleitungsartikel des ZGB: Art. 1–10 ZGB, Art. 1 N 159; vgl. auch *Kramer*, Methodenlehre (Fn. 57), 149, Fn. 419 («Gesamtzweck» und «Partialzweck» eines Gesetzes unterscheidend).

⁸³ *Marolda Martinez*, Information (Fn. 1), 326. Vgl. *Eugster/Marolda Martinez*, Informationsasymmetrie (Fn. 9), 45; *Hsu*, Ad hoc-Publizität (Fn. 1), 213; *Bühler*, Regulierung (Fn. 1), N 1146.

gearteter Schaden (z.B. in Form eines Reputationsverlustes oder der Einleitung eines Strafverfahrens durch einen fremden Staat) zugefügt wird, nur dann genügen, wenn dadurch ein Plan oder Entschluss des Emittenten vereitelt oder erheblich erschwert würde.

Demnach lautet die im Zusammenhang mit dem Bekanntgabeaufschub zu stellende Frage nicht: «wird dem Unternehmen durch die Bekanntgabe (erheblicher) Schaden zugefügt?», sondern: «wird durch die Bekanntgabe der Plan oder Entschluss, auf welchem die publizitätspflichtige Tatsache (oder eine andere publizitätspflichtige Tatsache des Emittenten) beruht, vereitelt bzw. erheblich erschwert?». Nur wenn die Antwort auf letztere Frage positiv ausfällt, wird man entsprechende Emittenteninteressen an einem Aufschub anerkennen und im Rahmen der durchzuführenden Interessenabwägung berücksichtigen.

1.3.2 Sachlogische Erwägungen

Schliesslich gibt es auch aufgrund von Erwägungen, welche auf den Grundgedanken des Bekanntgabeaufschubs abstellen, Anlass für eine enge Auslegung des Begriffs der «berechtigten» Emittenteninteressen. Der Selbstregulator hat sich, im Rahmen der Ad hoc-Publizität, für ein System entschieden, welches eine Pflicht zur Publikation von kursrelevanten Tatsachen vorsieht, ergänzt durch die Möglichkeit eines Aufschubs der Bekanntgabe. Der Idee des Aufschubs ist inhärent, dass dieser zeitlich begrenzt ist. Dieser Aspekt der (begriffs- bzw. sachlogisch vorausgesetzten) zeitlichen Begrenzung unterscheidet den Aufschub wesentlich von anderen Formen der Durchbrechung einer Publizitätspflicht (Freistellung; Ausnahmetatbestände), welche, je nach konkreter Ausgestaltung, auch eine permanente Zurückhaltung von Informationen gestatten können.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, weshalb der Selbstregulator die Variante des Aufschubs und nicht andere Formen der Durchbrechung der Publizitätspflicht gewählt hat. Es ist davon auszugehen, dass dieser bewusst die Variante des Bekanntgabeaufschubs wählte, weil er, insbesondere mit Blick auf die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Marktes sowie auf die Prävention von Insiderhandel, eine permanente Zurückhaltung von Informationen ausschliessen wollte. Einer solchen, aus der Grundkonzeption des Aufschubs abgeleiteten Intention des Selbstregulators würde es widersprechen, Nachteile für den Emittenten als Rech-

fertigungsgrund für einen Aufschub anzuerkennen, welche unabhängig vom Zeitpunkt der Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache anfallen und folglich, u.U., geeignet sein können, eine zeitlich ausgedehnte oder gar unbeschränkte Verzögerung der Bekanntgabe zu rechtfertigen.

Die vorliegend vertretene Auslegung des Begriffs der «berechtigten» Emittenteninteressen liegt indessen konzeptionell nahe an der Grundidee des Aufschubs. Dieser Auslegung zufolge sind solche Interessen nur dann beeinträchtigt, wenn ein Plan oder Entschluss des Emittenten durch eine zu frühe Bekanntgabe vereitelt oder erheblich erschwert wird. Dem Wesen eines Plans oder Entschlusses entspricht es, dass dieser, mit dem Zeitablauf, durch den Emittenten entweder verwirklicht bzw. umgesetzt oder, bei einem Scheitern, nicht weiter verfolgt wird. Entsprechend büssen auch die daran anknüpfenden «berechtigten» Emittenteninteressen ihre Relevanz mit dem Zeitablauf ein.

Demgegenüber wird es sich bei Umständen, bei denen dem Emittenten durch eine zu frühe Bekanntgabe ein (irgendwie gearteter) Schaden zugefügt wird (z.B. entgangener Wettbewerbsvorteil, zusätzliche Kosten, Reputationsverlust oder Einleitung eines Strafverfahrens durch einen fremden Staat) und welche, gemäss der vorliegend vertretenen Meinung, nur bedingt in den Kreis der «berechtigten» Emittenteninteressen einzuordnen sind, in der Regel um solche Nachteile für den Emittenten handeln, die unabhängig vom Zeitpunkt der Bekanntgabe anfallen.⁸⁴ Damit würden die genannten Nachteile eine Eigenschaft aufweisen, welche nicht mit der Idee des Bekanntgabeaufschubs – für einen befristeten Zeitraum die Bekanntgabe von Informationen zu verzögern – im Einklang stehen.⁸⁵

⁸⁴ Vgl., aus der Praxis der Börse zum Bekanntgabeaufschub, die Überlegung der Sanktionskommission in SaKo/2010/AHP/II/10, dass «[e]in drohender Reputationsverlust [...] die Verzögerung nicht zu rechtfertigen [vermag], weil er auch bei der zu späten Bekanntgabe eintritt» (Ziff. 41; eigene Hervorhebung), welche konzeptionell nahe an der vorliegend vertretenen, engen Auslegung des Begriffs der «berechtigten» Emittenteninteressen liegt.

⁸⁵ Auch aus regulierungspolitischer Sicht gibt es gute Gründe, die für ein enges Verständnis des Begriffs der «berechtigten» Emittenteninteressen sprechen, um das «Tor» des Bekanntgabeaufschubs nicht zu weit zu öffnen. Die schweizerische Ausgestaltung der Ad hoc-Publizität kennt kein System der Nachmeldung für kursrelevante Tatsachen, die dem Bekanntgabeaufschub unterliegen.

2. Eingeschränkter Geltungsbereich des Bekanntgabeaufschubs

Die vorliegend vertretene Auslegung führt zu einer restriktiven Interpretation der «berechtigten» Eigentümerinteressen und damit zu einem eng eingegrenzten Geltungsbereich des Bekanntgabeaufschubs, welcher als auf solche publizitätspflichtigen Tatsachen zugeschnitten erscheint, bei welchen der zugrunde liegende Plan oder Entschluss noch keine (irgendwie geartete) Finalität aufweist bzw. bei welchen der Emittent für die Umsetzung auf Dritte (Marktteilnehmer, Gläubiger, potenzielle Vertrags- oder Fusionspartner usw.) angewiesen ist. Nur bei einem solchen Plan oder Entschluss kann sinnvollerweise davon ausgegangen werden, dass dieser durch eine zu frühe Veröffentlichung vereitelt oder

Dies ist für Fälle von Bedeutung, in denen es um publizitätspflichtige Tatsachen geht, die einmal aufgetreten sind und deren Bekanntgabe aufgeschoben wurde, die aber später nicht mehr aktuell gegeben sind, weshalb die Publizitätspflicht entfällt bzw. nicht mehr wahrgenommen wird. Zu denken ist etwa an die Kündigung einer Kreditlinie durch eine Bank wegen der Nichteinhaltung von Kreditauflagen (*covenants*) – was je nach Umständen eine kursrelevante Tatsache darstellen kann –, deren Bekanntgabe allerdings aufgeschoben wird, um die Verhandlungen zwischen der Bank und dem Emittenten nicht zu stören. Wenn nun die Bank die Kreditlinie wieder erneuert (allenfalls zu schlechteren Konditionen oder mit zusätzlichen Sicherheiten), ist die ursprüngliche kursrelevante Tatsache (Verletzung von *covenants* bzw. Kündigung der Kreditlinie durch die Bank) nicht mehr gegeben und eine Publizitätspflicht drängt sich entsprechend nicht auf. Aus Sicht des Kapitalmarkts kann es aber durchaus von (kursrelevantem) Interesse sein, zu wissen, dass die publizitätspflichtige Tatsache zu einem früheren Zeitpunkt einmal bestanden hat, deren Bekanntgabe dann aber bis zum Zeitpunkt aufgeschoben wurde, in welchem diese Tatsache nicht weiter bestand. Im schweizerischen System der Ad hoc-Publizität, welches bei einem Bekanntgabeaufschub keine Nachmeldung (weder an den Markt noch an die SIX) vorsieht (vgl. demgegenüber die strengere deutsche Regelung gemäss § 15 Abs. 3 Satz 4 WpHG), würde in einer solchen Konstellation die früher vorliegende publizitätspflichtige Tatsache als Information dem Markt permanent verloren gehen. Genau genommen sind zwar auch Tatsachen, welche in der Vergangenheit liegen, sofern kursrelevant, publizitätspflichtig. Allerdings ist praktisch wohl davon auszugehen, dass solche Informationen, nachdem sie einmal aufgeschoben wurden und später nicht mehr aktuell gegeben sind, zu einem späteren Zeitpunkt gar nicht mehr bekanntgegeben werden. Eine strenge Handhabung des Bekanntgabeaufschubs stellt, aus regulierungspolitischer Sicht, einen Ausgleich dafür dar, dass keine Nachmeldung erfolgt.

erheblich erschwert würde. Für solche Fälle ist deshalb davon auszugehen, dass eine Berechtigung zum Bekanntgabeaufschub prinzipiell gegeben ist. Beispiele hierfür sind: Verhandlungen in Hinblick auf bedeutende Vertragsabschlüsse; Fusionen oder Übernahmen; umfassende Restrukturierungsmassnahmen (welche, z.B., die Veräusserung von Geschäftsteilen vorsehen); Sanierungen; Liquidierungen von grösseren Derivate-Positionen, auf welchen (kursrelevante) Buchverluste entstanden sind.⁸⁶

⁸⁶ Vgl. Entscheide der Börse zum Bekanntgabeaufschub, in welchen dessen Zulässigkeit bejaht wird:

1) Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 4. September 2006 (ZUL/AHP/II/06). In diesem Fall geht es um die Frage, ob der Emittent die Bekanntgabe der Sanierungsbedürftigkeit eines gewichtigen Geschäftspartners sowie eines mit diesem diskutierten Sanierungskonzepts aufschieben durfte (Ziff. 15, 18). «Da verschiedene Gespräche mit Hauptgläubigern geführt werden mussten, [war] [dem Emittenten] zuzubilligen, dass die Bekanntgabe der Überschuldung [des gewichtigen Geschäftspartners] die Sanierungsmöglichkeiten tatsächlich vereitelt hätte», weshalb der Ausschuss der Zulassungsstelle das Vorliegen von «berechtigten» Interessen des Emittenten an einem Aufschub anerkennt (Ziff. 20). Dieser Fall stellt eine Variante des Bekanntgabeaufschubs im Zusammenhang mit einer Sanierung dar (vgl. dazu vorne Abschnitt III.1.1.2). Die Überlebensfähigkeit des Emittenten steht nicht zur Diskussion. Vielmehr geht es darum, Schaden vom Emittenten abzuwenden, welcher sich aus der Insolvenz eines (gewichtigen) Geschäftspartners ergeben hätte. Die vom Emittenten gemeinsam mit dem Geschäftspartner unternommenen Sanierungsbemühungen stellen eine publizitätspflichtige Tatsache dar, welche auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht. Eine zu frühe Bekanntgabe der Sanierungsbedürftigkeit des Geschäftspartners sowie der daran anschliessenden (gemeinsamen) Sanierungsbemühungen wäre ohne weiteres geeignet, Letztere zu vereiteln oder erheblich zu erschweren. In dieser speziellen Konstellation stellt der Fall eine legitime Variante des Bekanntgabeaufschubs dar. Hätte der Emittent hingegen bloss Kenntnis von der Sanierungsbedürftigkeit des wichtigen Geschäftspartners, ohne dass (gemeinsame) Sanierungsbemühungen unternommen würden, wäre schon die Voraussetzung des Vorliegens eines «Plans oder Entschlusses» nicht erfüllt und folglich ein Aufschub nicht möglich. Eine Pflicht zur Ad hoc-Publizität wäre wohl weiterhin gegeben, weil mit der Tatsache, dass es sich um einen «wichtigen» Geschäftspartner handelt, ein hinreichender Konnex zum «Tätigkeitsbereich» des Emittenten vorliegen würde (vgl. Kommentar RL AHP N 41). Zu ZUL/AHP/II/06 vgl. auch (in nicht-anonymisierter Form) Medienmitteilung der SWX Swiss Exchange vom 22. Dezember 2006, SWX Swiss Exchange spricht Kuoni Reisen Holding AG frei (abrufbar unter: http://www.six-swiss-exchange.com/media_releases/online/media20061222_de.pdf).

2) Fall Nr. 5 Praxis Ad hoc-Publizität. In diesem Fall besteht die publizitätspflichtige Tatsache aus einem Restruk-

Eher ungeeignet für den Bekanntgabeaufschub erscheinen hingegen solche Fälle, bei welchen der Plan oder Entschluss bereits einen gewissen Grad an Finalität aufweist bzw. bei welchen der Emittent weitgehend die Parameter für die Umsetzung kontrolliert. Bei einem solchen Plan oder Entschluss – welcher durch relative Finalität bzw. weitgehende Kontrolle durch den Emittenten gekennzeichnet ist – kann nicht prinzipiell davon ausgegangen werden, dass dieser durch eine zu frühe Veröffentlichung vereitelt oder erheblich erschwert würde.⁸⁷ Beispiele hierfür sind: Unterzeichnung einer Transaktionsvereinbarung im Rahmen einer Übernahme oder eines Zusammenschlusses; personeller Wechsel in der Geschäftsleitung als Folge von Entlassung durch den Verwaltungsrat; konzerninterne Restrukturierungsmaßnahmen; Strategiewechsel; Kapitalveränderungen, die kein Auftreten des Emittenten auf dem Kapitalmarkt erfordern.⁸⁸

turierungsplan, welcher dem Verwaltungsrat vorliegt. Der Ausschuss der Zulassungsstelle hält in seinen Erwägungen fest, dass «seine Verbreitung [...] geeignet [ist], die berechtigten Interessen [...] [des Emittenten] zu beeinträchtigen» und dass der Emittent grundsätzlich berechtigt sei, die Bekanntgabe hinauszuschieben (*in casu* wegen eines Informationslecks allerdings verneint). Die Fallbeschreibung gibt keine genaue Auskunft über den Inhalt der Restrukturierungsmaßnahmen.

3) DK/AHP/I/03 (erwähnend, dass das Vorliegen [*in casu* verneint] «ein[es] überraschend festgestellt[en] [...] negative[n] [...] Finanzergebnis[es], [...] unter Umständen bei einem Sanierungsplan den vorläufigen Aufschub der Bekanntgabe ermöglichte [...]», Ziff. 3f).

Vgl. auch SaKo/AHP/III/07 (Frage offen gelassen, ob es gerechtfertigt sei, den Namen eines potenziellen Käufers des Emittenten nicht bekanntzugeben, im Rahmen einer Meldung, wonach dem Emittenten die Banklizenz entzogen würde, falls dieser nicht einen Käufer präsentieren könne [Ziff. 6 *in fine*]).

⁸⁷ Ausnahmsweise kann ein Bekanntgabeaufschub auch in solchen Fällen gerechtfertigt sein, in denen dem Emittenten durch die Veröffentlichung ein Schaden erwächst und dieser derart gross wäre, dass sich, *ex ante* betrachtet, der Plan oder Entschluss gar nicht lohnen würde (vgl. dazu vorne Abschnitt IV.1.3.1.b).

⁸⁸ Vgl. Entscheide der Börse zum Bekanntgabeaufschub, in welchen dessen Zulässigkeit verneint wird bzw. punktuelle Stellungnahmen enthalten sind, die den Begriff der «berechtigten» Emittenteninteressen negativ abgrenzen:

1) Entscheid der Swiss Exchange Regulation (SER) vom 22. Dezember 2010 (SER/2010/AHP/I/10). Die SER verneint das Vorliegen von «berechtigten» Emittenteninteressen an einem Aufschub der Bekanntgabe eines personellen Wechsels in der Geschäftsleitung als Folge von Entlassung durch den Verwaltungsrat (Ziff. 38 ff.) und sieht im Ver-

halten des Emittenten eine Verletzung des Reglements (Ziff. 50). Der Entscheid SER/2010/AHP/I/10 ist in mehrerer Hinsicht bemerkenswert und, im Ergebnis, weitgehend konsistent mit der vorliegend vertretenen engen Auslegung der «berechtigten» Emittenteninteressen. In diesem Entscheid geht es um die Frage der Aufschubfähigkeit einer publizitätspflichtigen Tatsache, die auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht (Entlassung des alten CFO «C.»), verbunden mit der Möglichkeit der Vereitelung oder erheblichen Erschwerung eines Plans oder Entschlusses, welcher einer anderen publizitätspflichtigen Tatsache (Rekrutierung bzw. Ernennung des neuen CFO) zugrundeliegt. Dieser Rekurs auf eine publizitätspflichtige Tatsache, die nicht identisch ist mit der publizitätspflichtigen Tatsache, die Objekt des Aufschubs sein soll, stellt eine u.E. legitime Variante des Bekanntgabeaufschubs dar. Weder der Wortlaut noch der Schutzzweck von Art. 54 KR stehen diesem entgegen (vgl. dazu vorne Abschnitt III.1.1.2). Weiter ist anzumerken, dass, für sich genommen, die publizitätspflichtige Tatsache der Entlassung des alten CFO nicht aufschubfähig wäre. Sie beruht zwar auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten, stellt aber einen finalen Akt dar, von dem vernünftigerweise nicht angenommen werden kann, dass dieser durch eine Veröffentlichung vereitelt oder erheblich erschwert werden könnte. Bezüglich der geltend gemachten Emittenteninteressen an einem Aufschub stehen zwei dieser Interessen – gemäss Emittent «[I]a Société [...] se donne le temps nécessaire pour prendre au sein même de l'entreprise les mesures nécessaires à l'intérim» und «[d]u point de vue opérationnel, il est légitimement préférable d'annoncer en même temps le licenciement de C. et la solution trouvée. Vis-à-vis des autres employés, cela correspond d'ailleurs à une bonne gestion des ressources humaines [...]» (Ziff. 37) – zwar im weitesten Sinne im Zusammenhang mit einem Plan oder Entschluss des Emittenten, dieser Plan oder Entschluss stellt aber keinen Plan oder Entschluss i.S.v. Art. 54 Abs. 1 Ziff. 1 KR, d.h. einen (kursrelevanten) Plan oder Entschluss, welcher die Grundlage für eine publizitätspflichtige Tatsache bildet, dar. Als solche sind die genannten Emittenteninteressen an einem Aufschub im Rahmen einer Interessenabwägung unbeachtlich. Weiter führt der Emittent folgendes Interesse an einem Aufschub an: «pour trouver confidentiellement un successeur à C.» (Ziff. 37). Dieses Emittenteninteresse erfüllt grundsätzlich die Bedingung, dass ein solches «berechtigt» sein muss. Es steht im Zusammenhang mit einem «kursrelevanten» Plan oder Entschluss des Emittenten (Rekrutierung bzw. Ernennung des neuen CFO), und die Möglichkeit ist zumindest nicht gänzlich von der Hand zu weisen, dass eine zu frühe Bekanntmachung der Entlassung des alten CFO diesen Plan oder Entschluss beeinträchtigen könnte. Die SER berücksichtigt denn auch diese Möglichkeit, kommt aber (u.E. zu Recht) zum Schluss, dass die Bekanntgabe der Entlassung des alten CFO «ne présentera pas d'inconvénients majeurs» (Ziff. 38) für die Suche nach einem neuen CFO – ein Nachteil, dem im Rahmen der Interessenabwägung demnach nur geringes Gewicht zukommt und der letztlich einen Bekanntgabeaufschub nicht zu rechtfertigen vermag. Vgl. demgegenüber jene Autoren, die insgesamt für eine grosszügigere Handhabung des Bekanntgabeaufschubs plädieren und die Auffassung vertreten, dass der

3. Analoge Anwendung der Schutzklausel gemäss Art. 663h OR

Ein enges, vom Schutzzweck des Bekanntgabeaufschubs abgeleitetes Auslegungsergebnis ist sinnvollerweise zu ergänzen durch eine analoge Anwendung der Schutzklausel von Art. 663h OR auf den Tatbestand des Bekanntgabeaufschubs. Auf dieser Grundlage liesse sich ein Bekanntgabeaufschub abstützen, unabhängig von dem Erfordernis des Vorliegens eines Plans oder Entschlusses des Emittenten.

Die Schutzklausel von Art. 663h OR ist, anders als die Schranke des Auskunftsrechts des Aktionärs in Art. 697 Abs. 2 OR, nicht nur im Gesellschafts- sondern auch im Kapitalmarktrecht verortet (Emp-

fangsadressat namentlich der Rechnungslegung sind aktuelle *und* potenzielle Aktionäre, Gläubiger sowie die breite Öffentlichkeit).⁸⁹ Diese Norm ist gemäss Wortlaut («erhebliche Nachteile») sowie nach h.L.⁹⁰ restriktiv anzuwenden,⁹¹ und ist weiter, nach einem Teil der Lehre, an die Voraussetzung geknüpft, dass es sich bei den «erheblichen Nachteilen» «nicht um Nachteile handelt, die der Gesellschaft durch das Gesetz bewusst zugemutet werden».⁹² Diese Norm ist, verglichen mit Art. 697 Abs. 2 OR, insgesamt besser zugeschnitten auf das kapitalmarktrechtliche Institut der Ad hoc-Publizität und erscheint deshalb eher geeignet für eine analoge Anwendung auf den Tatbestand des Bekanntgabeaufschubs.

Bekanntgabeaufschub gestattet sein sollte für Konstellationen betreffend den personellen Wechsel in der Geschäftsleitung, wie sie dem Entscheid SER/2010/AHP/I/10 zugrundeliegen (vgl. *dalla Torre/Hasler*, Ad hoc-Publizität [Fn. 1], 186 ff.).

2) SaKo/2010/AHP/II/10 («Ein drohender Reputationsverlust vermag [...] die Verzögerung nicht zu rechtfertigen, weil er auch bei der zu späten Bekanntgabe eintrifft»; «Auch die [...] ständigen Kontakte mit der Aufsichtsbehörde entbanden [den Emittenten] nicht davon, die Ad hoc-Publikationen vorzunehmen [...]», Ziff. 41).

3) Fall Nr. 4 Praxis Ad hoc-Publizität («Das Festhalten an einem bekannt gegebenen Datum für die Veröffentlichung stellt keinen Rechtfertigungsgrund für den Aufschub der Publikation von potenziell kursrelevanten Tatsachen dar»).

⁸⁹ Vgl. Art. 697h Abs. 1 OR («Jahresrechnung und Konzernrechnung sind [...] entweder im Schweizerischen Handelsamtsblatt zu veröffentlichen oder jeder Person, die es [...] verlangt, [...] zuzustellen, wenn [...] [d]ie Aktien der Gesellschaft an einer Börse kotiert sind»); *CHK-Girsberger/Gabriel*, Art. 697h N 1.

⁹⁰ Vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Aktienrecht (Fn. 64), § 51 N 66 ff.; *BSK OR II-Neuhaus/Blättler*, 4. Aufl. 2012, Art. 663h N 1 ff.; *Böckli*, Schweizer Aktienrecht (Fn. 1), § 8 N 202 ff.

⁹¹ Dies wird auch institutionell durch das Erfordernis der Unterrichtung der Revisionsstelle unterstrichen (vgl. Art. 663h Abs. 1 Satz 2 OR).

⁹² *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Aktienrecht (Fn. 64), § 51 N 67.