



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich  
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

## Der Kapitalmarkt zwischen Flotation (Börsengang) und Naufragium (Restrukturierung): Navigation durch Regulierung und technologischen Wandel

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XX  
Tagungsband 2024



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich  
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

---

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

## Der Kapitalmarkt zwischen Flotation (Börsengang) und Naufragium (Restrukturierung): Navigation durch Regulierung und technologischen Wandel

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XX

Tagungsband 2024

EIZ  Publishing

---

© 2026 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

**Verlag:** EIZ Publishing ([eizpublishing.ch](https://eizpublishing.ch)),  
Bellerivestrasse 49, 8008 Zürich, Schweiz  
[eizpublishing@europa-institut.ch](mailto:eizpublishing@europa-institut.ch)

**Herausgeber:** Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

**ISBN:**

978-3-03994-078-3 (Print – Softcover)

978-3-03994-079-0 (PDF)

**DOI:** <https://doi.org/10.36862/6WW-K0C9P>

**Version:** 1.01 – 20260305

Dieses Werk ist als gedrucktes Buch sowie als E-Book (open access) in verschiedenen Formaten verfügbar. Weitere Informationen finden Sie unter der URL: <https://eizpublishing.ch/publikationen/der-kapitalmarkt-zwischen-flotation-boersengang-und-naufragium/>.

# Inhaltsübersicht

## **IPO: Governance und ESG** 9

Dr. ANNA PETER, LL.M., Rechtsanwältin, Partnerin bei  
Homburger AG, Zürich

## **Ad hoc Publizität – Lehren aus der Praxis und Ausblick** 29

Dr. PHILIPPE WEBER, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei  
Niederer Kraft Frey AG, Zürich  
MATTHIAS ZINNIKER, MLaw, Junior Associate bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich

## **Restrukturierung von Anleihen durch Gläubigerversammlungen** 53

PATRICK SCHÄRLI, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich  
KAAN SARITAS, LL.M., Rechtsanwalt bei Lenz & Staehelin, Zürich

## **De-Fi und Fintech – zwischen Regulierung und Innovation** 83

Dr. THOMAS MÜLLER, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei  
Walder Wyss AG, Zürich  
JAN SCHMID, LL.M., Walder Wyss AG, Zürich

## **Corporate Disclosure – Quo vadis?** 105

MICHAEL URWYLER, Rechtsanwalt, Head Corporate Disclosure  
SIX Exchange Regulation AG, Zürich

## **Reverse Merger einer kotierten Gesellschaft** 121

Dr. SANDRO FEHLMANN, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei  
Advestra AG, Zürich  
Dr. THOMAS U. REUTTER, Rechtsanwalt, Partner bei Advestra AG, Zürich

# Ad hoc Publizität – Lehren aus der Praxis und Ausblick

Philippe Weber, Matthias Zinniker\*

## Inhalt

I. <a href="#">Einführung</a>	29
II. <a href="#">Bekanntgabepflicht</a>	31
1. <a href="#">Wer?</a>	31
2. <a href="#">Was?</a>	32
3. <a href="#">Wann?</a>	35
4. <a href="#">Wie?</a>	38
III. <a href="#">Bekanntgabeaufschub</a>	40
IV. <a href="#">Einzelfragen</a>	42
1. <a href="#">Guidance und Gewinnwarnung</a>	42
2. <a href="#">Umgang mit Gerüchten</a>	45
3. <a href="#">Interne Untersuchungen und andere «protracted processes»</a>	46
4. <a href="#">Anleihen</a>	47
V. <a href="#">Ausblick auf den Vorentwurf des revidierten FinfraG</a>	48
<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	51

## I. Einführung

Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und die effiziente Allokation des Kapitals setzen voraus, dass zwischen Kapitalanbieter und Kapitalnachfrager ein Informationsgleichgewicht herrscht. Treten bedeutende Tatsachen im Einflussbereich des Kapitalnachfragers ein, erlangt dieser naturgemäss zuerst Kenntnis davon. Um diesen Informationsvorsprung abzubauen, müssen Emittenten zeitverzugslos in wahrer, klarer und vollständiger Weise (vgl. Art. 1 der Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 28. Juni 2023 (RLAhP)) durch sog. Ad hoc-Meldungen darüber informieren.<sup>1</sup>

Art. 35 Abs. 2 lit. b des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015

---

\* Der Vortragsstil wurde weitgehend beibehalten.

<sup>1</sup> Siehe zum ökonomischen Hintergrund z.B. Appenzeller, 465 f.

(Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG, SR 958.1) sieht eine Pflicht der Börsen zum Erlass eines Reglements über die Offenlegung von Informationen vor. SIX Swiss Exchange hat dies umgesetzt in Art. 53 und 54 des Kotierungsreglements vom 13. Mai 2024 (KR) sowie in der RLAhP. Beide wurden von der Regulierungsbehörde SIX Exchange Regulation AG (SER) vor wenigen Jahren überarbeitet und per 1. Juli 2021 bzw. 1. Oktober 2021 in Kraft gesetzt.<sup>2</sup>

Zweck der Ad hoc-Publizität ist einerseits, die Anleger durch Transparenz und Gleichbehandlung zu schützen. In materieller und zeitlicher Hinsicht müssen alle aktuellen und potentiellen Marktteilnehmer die Möglichkeit haben, von kursrelevanten Tatsachen Kenntnis zu nehmen (vgl. Art. 53 Abs. 3 KR, Art. 6 RLAhP), sodass eine informierte Anlageentscheidung möglich ist (*level playing field*).<sup>3</sup> Andererseits dient die Ad hoc-Publizität auch dem Funktionsschutz für einen geregelten Markt<sup>4</sup> und ist ein Instrument zur Insiderprävention.<sup>5</sup> Aufgrund der unterschiedlichen Zweckrichtungen bestehen Ad hoc-Publizität, Meldungen nach Offenlegungsrecht (Art. 120 ff. FinfraG) und Bekanntmachungen nach Übernahmerecht (Art. 125 ff. FinfraG; vgl. Art. 7 Abs. 6 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1)) unabhängig und separat voneinander.<sup>6</sup>

Seit dem 1. Oktober 1996 sieht das Kotierungsreglement der SIX (damals SWX) vor, dass kursrelevante Tatsachen, die ein an der SIX kotiertes Unternehmen betreffen, veröffentlicht werden müssen.<sup>7</sup> Nach fast 30 Jahren der Selbstregulierung und weitaus gut funktionierender Zusammenarbeit zwischen Regulierungsbehörde und Emittenten diskutiert Bundesbern nun über einen Paradigmenwechsel: Vom 19. Juni 2024 bis 11. Oktober 2024 wurde eine Vernehmlassung zur Änderung des FinfraG durchgeführt, die eine Überführung der Regeln zur Ad hoc-Publizität in das staatliche Recht vorsieht. Die Notwendigkeit eines solchen Paradigmenwechsels wurde in der Vernehmlassung – unseres Erachtens mit überzeugenden Argumenten – in zahlreichen und gewichtigen Stellungnahmen abgelehnt,<sup>8</sup> weshalb noch unsicher ist, ob

---

<sup>2</sup> Siehe dazu SIX Exchange Regulation, Mitteilung Nr. 4/2022 vom 7. Juli 2022, Hinweise aus der Prüfung der Umsetzung der revidierten Bestimmungen im Bereich der Ad hoc-Publizität (zit. SER-Mitteilung 4/2022); Müller/Peter, *passim*.

<sup>3</sup> Bieri/Rüdlinger, 164; Böckli, Aktienrecht, §9 Rz. 507; Harisberger, Rz. 573.

<sup>4</sup> Appenzeller, 467; Peter, Rz. 62 ff.; Straub, Rz. 6.2.

<sup>5</sup> Böckli, Aktienrecht, §9 Rz. 507; Pitschen, 172.

<sup>6</sup> Bieri/Rüdlinger, 164; Peter, Rz. 75; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 125.

<sup>7</sup> Bertschinger, 382.

<sup>8</sup> Economiesuisse, Stellungnahme: Vernehmlassung zur Revision des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG) vom 11. Oktober 2024, abrufbar unter <[https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/20240729\\_Stellungnahme\\_economiesuisse\\_Ver-](https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/20240729_Stellungnahme_economiesuisse_Ver-)

die Ad hoc-Publizität weiterhin im Bereich der Selbstregulierung verbleibt oder neu staatlicher Regelung und Aufsicht unterstellt wird. Vor diesem Hintergrund schauen wir zurück auf ausgewählte Rechts- und Praxisfragen der vergangenen Jahre im Bereich der Ad hoc-Publizität und wagen einen kritischen Ausblick auf die laufende FinfraG-Revision.

## II. Bekanntgabepflicht

### I. Wer?

Die Ad hoc-Publizitätspflicht findet auf alle Emittenten Anwendung, deren Effekten an der SIX Swiss Exchange kotiert sind und deren Gesellschaftssitz sich in der Schweiz befindet (Art. 2 Abs. 1 RLAhP). Emittenten mit ausländischem Gesellschaftssitz fallen in den Anwendungsbereich der Richtlinie, wenn ihre Effekten an der SIX, nicht aber im Heimatstaat kotiert sind (Art. 2 Abs. 2 RLAhP). Für sekundärkotierte Gesellschaften gilt die Rechtsordnung der Primärbörse, Ad hoc-Mitteilungen müssen aber zeitgleich den Schweizer Marktteilnehmern bekannt gemacht werden (Art. 21 RLAG).<sup>9</sup>

Die Zusatzreglemente für Anleihen (Art. 29 Abs. 1 ZRA)<sup>10</sup>, für Derivate (Art. 35 ZRD)<sup>11</sup> und für Exchange Traded Products (Art. 2 Abs. 1 ZRETP)<sup>12</sup> verweisen auf das KR. Sinngemäss finden Art. 53 f. KR und die RLAhP auch auf digitale Vermögenswerte Anwendung, die an der SDX (SIX Digital Exchange) kotiert sind (Art. 49-56 KR-SDX und Anhang B)<sup>13</sup>.

---

[Vernehmlassung FinfraG ohne Unterschrift.pdf](#)>; Schweizerische Bankiervereinigung, Vernehmlassung zur Revision des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG), Stellungnahme vom 9. Oktober 2024, abrufbar unter <<https://www.swissbanking.ch/de/downloads>>; SwissHoldings, Vernehmlassung zur Änderung des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG), Stellungnahme vom 4. Oktober 2024, abrufbar unter <[https://swissholdings.ch/wp-content/uploads/2024/10/20241004\\_Vernehmlassung\\_FinfraG.pdf](https://swissholdings.ch/wp-content/uploads/2024/10/20241004_Vernehmlassung_FinfraG.pdf)>. Zu Recht kritisch auch Bösch et al., *passim*; Bohrer, 10 f.

<sup>9</sup> SIX Richtlinie betr. Kotierung von ausländischen Gesellschaften vom 29. November 2023 (RLAG).

<sup>10</sup> Zusatzreglement für die Kotierung von Anleihen vom 9. März 2020 (ZRA). Siehe zu den Besonderheiten bei Anleihen unten, [IV.4](#).

<sup>11</sup> Zusatzreglement für die Kotierung von Derivaten vom 27. April 2022 (ZRD). Besteht neben dem Emittenten ein Sicherheitsgeber, dann unterliegt auch dieser der Bekanntgabepflicht (Art. 37 Abs. 1 ZRD).

<sup>12</sup> Zusatzreglement für die Kotierung von Exchange Traded Products vom 13. Mai 2024 (ZRETP).

<sup>13</sup> Kotierungsreglement, SDX Trading AG, vom 23. August 2023.

## 2. Was?

Zu veröffentlichen sind kursrelevante Tatsachen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind (Art. 53 Abs. 1 KR).

Tatsachen sind Ereignisse oder Zustände der Gegenwart oder der Vergangenheit, die dem Beweis zugänglich, d.h. objektiv nachprüfbar sind.<sup>14</sup> Ideen, Planungsvarianten und Absichten des Emittenten fallen demgegenüber grundsätzlich nicht unter die Ad hoc-Publizität.<sup>15</sup> In der Praxis ist die Abgrenzung aber oft schwierig und die Grenze fließend. Erforderlich ist eine Beurteilung im Einzelfall unter Berücksichtigung der Realisierungswahrscheinlichkeit: Je gewisser die Realisierung eines Projekts ist, desto eher bedarf es einer Bekanntgabe, während verfrühte Meldungen, die später korrigiert oder widerrufen werden müssen, das Vertrauen der Marktteilnehmer und die Funktionsfähigkeit des Marktes beeinträchtigen können.<sup>16</sup> Mithin entscheidend ist die Verlässlichkeit bzw. Überprüfbarkeit einer Information; für das Beweismass kann gemäss einem neueren Schiedsspruch auf den Grundsatz der überwiegenden Wahrscheinlichkeit («*more likely than not*») abgestellt werden.<sup>17</sup> Unternehmensstrategien – auch wenn deren Verwirklichung nicht sicher ist – können als Tatsachen gelten.<sup>18</sup>

Zu veröffentlichen sind nur neue Tatsachen, d.h. solche, die der Öffentlichkeit nicht bekannt sind.<sup>19</sup> Der Begriff der Öffentlichkeit ist praxismässig eng zu verstehen: Nur wenn eine Tatsache bereits durch den Emittenten selbst publiziert oder angekündigt wurde, ist sie nicht mehr als neu zu betrachten. Haben Analysten oder die Medien eine Information bereits aufgegriffen, entbindet dies nicht von der Ad hoc-Publizitätspflicht; der originären Äusserung des Emittenten wird gemeinhin grösseres Gewicht beigemessen.<sup>20</sup> Eine im

---

<sup>14</sup> Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 1. November 2004, ZUL-AHP-II/04, Rz. 16; Leitfaden von SIX Exchange Regulation AG zur Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 1. Oktober 2021, 21. März 2022 (zit. Leitfaden RLAhP), Rz. 31; Tschäni/Diem/Gabert-hüel, Rz. 126; ausführlich Peter, Rz. 206 ff.

<sup>15</sup> Leitfaden RLAhP, Rz. 32; Dalla Torre/Hasler, 191; Tschäni/Diem/Gabert-hüel, Rz. 127.

<sup>16</sup> Appenzeller, 468; Bieri/Rüdlinger, 171; Straub, Rz. 6.31.

<sup>17</sup> Entscheid des Schiedsgerichts der SIX Group AG vom 28. Februar 2025, Rz. 259, abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/dam/downloads/publication/enforcement/issuers/sanction-decisions/2025/sako-iv-2023e.pdf>>; siehe auch Gerhard et al., 11.

<sup>18</sup> Entscheid der Disziplarkommission vom 15. Mai 2002, DK-AHP-I/02, Ziff. 2.1.b; Leitfaden RLAhP, Rz. 33. Siehe zum Umgang mit Gerüchten unten, IV.2.

<sup>19</sup> Bieri/Rüdlinger, 166; Rehm/Sigismondi, 248.

<sup>20</sup> Entscheid der Disziplarkommission vom 22. Juli 2002, DK-AHP-II/02, Rz. 11; Leitfaden, RLAhP, Rz. 52; Straub, Rz. 6.38; ausführlich Bieri/Rüdlinger, 166; kritisch dazu Rehm/Sigismondi, 248 f.

Grundsatz bekannt gemachte Tatsache, deren Einzelheiten sich noch verändern, muss im Regelfall nicht mehr publiziert werden.<sup>21</sup>

Ferner muss die Tatsache *im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten* sein. Betrifft sie zwar den Emittenten, hat sie ihren Ursprung allerdings ausserhalb des Unternehmens, wird keine Ad hoc-Mitteilungspflicht ausgelöst.<sup>22</sup> Das gilt z.B. für allgemeine, wirtschaftspolitische oder gesamtwirtschaftliche Entwicklungen (z.B. Pandemie, Wechselkursschwankungen) oder die Lancierung eines neuen Produktes durch die Konkurrenz.<sup>23</sup> Hat ein Aussenereignis allerdings eine direkte Innenwirkung auf den Geschäftsgang des Emittenten, sodass innerhalb des Tätigkeitsbereichs eine kursrelevante Tatsache eintritt, unterliegt diese der Ad hoc-Publizitätspflicht.<sup>24</sup> Die RLAhP nennt als mögliche Beispiele Entscheide einer Wettbewerbs- oder Aufsichtsbehörde, die Kündigung eines bedeutsamen Vertrages durch einen wichtigen Vertragspartner oder dessen Konkurs.<sup>25</sup>

Schliesslich muss die Tatsache *kursrelevant* sein. Dabei kommt es darauf an, ob die Tatsache geeignet ist, zu einer erheblichen Änderung des Kurses zu führen, d.h. eine Kursänderung zu bewirken, die das übliche Mass der Schwankungen übersteigt (Art. 53 Abs. 1 KR). Der Emittent muss sich die Frage stellen, ob das Bekanntwerden der fraglichen Tatsache den verständigen Marktteilnehmer<sup>26</sup> in seinem Anlageentscheid beeinflussen kann (Art. 53 Abs. 1<sup>bis</sup> KR). Die Kursrelevanz einer Tatsache unterliegt damit einer Einzelfallbeurteilung anhand der konkreten Umstände. Es gibt keine fixen Grenzwerte. Zu berücksichtigen sind insbesondere die Volatilität des Titels und des Marktes generell.<sup>27</sup> Das gilt seit der Revision der RLAhP von 2021 auch für Personalveränderungen in Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.<sup>28</sup> Relevante Kriterien für die Beurteilung der Kursrelevanz dürften die Position der fraglichen Person, ihre Rolle für den Geschäftserfolg des Emittenten sowie die Umstände des Wech-

---

<sup>21</sup> Leitfaden RLAhP, Rz. 53.

<sup>22</sup> Harisberger, Rz. 584; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 128; vgl. Peter, Rz. 174 ff.

<sup>23</sup> Leitfaden RLAhP, Rz. 44; Rehm/Sigismondi, 249.

<sup>24</sup> Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 4. September 2006, ZUL-AHP-II/06, Ziff. 14 f.; Leitfaden RLAhP, Rz. 45; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 128; Peter, Rz. 180.

<sup>25</sup> Leitfaden RLAhP, Rz. 45; vgl. auch Bieri/Rüdinger, 165.

<sup>26</sup> Siehe zum Begriff des verständigen Marktteilnehmers das Issuers Committee Rundschreiben Nr. 1, Bestimmungen im Bereich der Ad hoc-Publizität und der Corporate Governance (IC-RS1) vom 28. Juni 2023 (zit. IC-Rundschreiben), Rz. 7.

<sup>27</sup> IC-Rundschreiben, Rz. 6; Böckli, Aktienrecht, § 9 Rz. 510; Straub, Rz. 6.47. Für eine Übersicht über die in Literatur und Entscheiden diskutierte Prozentwerte, ab welchen eine Kursänderung die Kursrelevanz gegebenenfalls indiziert, siehe Böckli, Kursrelevanz, 7 f.

<sup>28</sup> Siehe zur alten Praxis z.B. Entscheid der Sanktionskommission vom 31. Januar 2008, SaKo-AHP-VI/07, E. 6.

sels sein.<sup>29</sup> Auch Verschiebungen in der Aktionärsstruktur können kursrelevant sein, z.B. bei wesentlichen Änderungen der bedeutenden Aktionäre, die einen massgeblichen Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft ausüben.<sup>30</sup>

Aus dem Umstand, dass eine Tatsache wichtig ist, folgt nicht zwingend deren Kursrelevanz.<sup>31</sup> Hat die Generalversammlung beispielsweise einen wegweisenden Beschluss über eine Umstrukturierung oder eine Fusion zu fällen, entspricht deren Resultat aber den Erwartungen, ist das Ergebnis in der Regel nicht kursrelevant. Weitere wichtige, aber nicht zwingend kursrelevante Ereignisse sind die Publikation und Aktualisierung des Finanzkalenders, die Einladung zur und die Resultate der Generalversammlung sowie Adressänderungen.<sup>32</sup>

In jedem Fall bedarf es einer *ex ante*-Beurteilung durch den Emittenten. Nicht erforderlich ist, dass es anschliessend tatsächlich zu einer erheblichen Kursveränderung kommt.<sup>33</sup> Umgekehrt taugt eine solche nicht *per se* als Beweis für die Kursrelevanz. Der Entscheid über die Publikation einer Tatsache und deren Zeitpunkt kann in der Praxis schwierig sein. Aufgrund des dem Emittenten zustehenden Ermessensspielraums<sup>34</sup> kommt es insbesondere darauf an, ob ein funktionierender interner Entscheidungsfindungsprozess besteht und die Beurteilung konsistent erfolgte (vgl. Art. 4 Abs. 3 RLAP). In einem wegweisenden Urteil vom 28. Februar 2025 hat das Schiedsgericht der SIX die Konturen des von den Aufsichts- und Sanktionsbehörden zu beachtenden Ermessens des Emittenten konkretisiert und gleichzeitig den Umfang der nachträglichen Überprüfungsbefugnis begrenzt, um sogenannte Rückschaufehler («*hindsight bias*») zu vermeiden.<sup>35</sup> Vergleichbar mit der Rechtsprechung des Bundesgerichts zur «*Business Judgment Rule*» und deren Entsprechung für Rechtsanwendungsentscheide, der «*Legal Judgment Rule*», aber schliesslich in autonomer Auslegung von Art. 53 KR und Art. 4 Abs. 3 RLAP hält das Schiedsgericht fest, dass eine Emittentin ihr Ermessen grundsätzlich pflichtgemäss ausübt, «wenn sie (1) in formeller Hinsicht einem plausiblen Entscheidungsprozess folgt und (2) in materieller Hinsicht die verfügbaren Informationen berücksichtigt und die Beurteilung der Kursrelevanz aufgrund «tauglicher Kriterien» vornimmt. Bei der Beurteilung, ob bestimmte Kriterien «tauglich» bzw.

---

<sup>29</sup> Müller/Peter, 153; ausführlich Dalla Torre/Hasler, 193 f.

<sup>30</sup> Leitfaden RLAP, Rz. 63; vgl. Bieri/Rüdinger, 177.

<sup>31</sup> SER-Mitteilung 4/2022.

<sup>32</sup> SER-Mitteilung 4/2022.

<sup>33</sup> Sanktionsbescheid von SIX Exchange Regulation vom 27. Januar 2021, SER-AhP-I/21/MP-I/21, Rz. 44; Leitfaden RLAP, Rz. 58; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 130.

<sup>34</sup> Appenzeller, 472; Böckli, Aktienrecht, §9 Rz. 510; Ryser/Weber, 86.

<sup>35</sup> Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 276.

sachgerecht sind, ist der Emittentin ebenso ein gewisses Ermessen zuzugestehen.»<sup>36</sup> Ein einmal festgelegtes Kriterium ist konsequent anzuwenden.<sup>37</sup> Um diesen Ermessensspielraum zu wahren, verbietet sich eine vollumfängliche materielle Nachprüfung der Kursrelevanz durch die Sanktionsbehörden: Eine Verletzung der Ad hoc-Meldepflicht liegt nur bei pflichtwidriger Ermessensausübung oder Ermessensüberschreitung vor, wenn also der Ermessensspielraum geradezu ausgehöhlt wurde.<sup>38</sup>

Eine Ausnahme vom Grundsatz der Einzelfallbeurteilung stellen Geschäfts- und Zwischenberichte gemäss Art. 49 und 50 KR dar. Sie müssen von Emittenten mit primärkotierten Beteiligungsrechten immer mittels Ad hoc-Meldung bekannt gemacht werden (Art. 4 Abs. 2 RLAhP; sog. *Per se-Tatbestände*). Dies erfolgt am einfachsten mittels Links in einer Medienmitteilung und ist auch dann erforderlich, wenn vorgängig oder parallel meldepflichtige Zahlen aus dem Geschäftsbericht ad hoc bekannt gemacht werden.<sup>39</sup>

### 3. Wann?

Der Emittent muss ad hoc informieren, sobald er Kenntnis von der Tatsache in den *wesentlichen Punkten* hat (Art. 53 Abs. 2 KR, Art. 5 RLAhP). Damit darf nicht zugewartet werden, bis alle Details vorliegen.<sup>40</sup> Sobald klar ist, dass die Tatsache vollumfänglich eintreten wird und sie ad hoc-relevant ist, muss informiert werden, auch wenn das genaue Ausmass der Kursrelevanz noch nicht bekannt ist.<sup>41</sup> Die SER vertrat grundsätzlich die Ansicht, dass dies dazu führen kann, dass gerade bei Ereignissen mit komplexen Auswirkungen (z.B. interne Untersuchungen, Gerichtsfälle, Transaktionen oder Sanierungen mit wichtigen Meilensteinen) eine *mehrstufige Kommunikation* angezeigt ist. In einer ersten Mitteilung wird der Eintritt der Tatsache kommuniziert, in einer weiteren das konkrete Ausmass oder die Folgen davon.<sup>42</sup> Das Schiedsgericht der SIX hat diese Praxis jüngst zumindest in Bezug auf interne Untersuchungen relativiert.<sup>43</sup> Ebenso hat es festgehalten, dass dem Emittenten für die Frage, ob er

---

<sup>36</sup> Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 285 und Rz. 287; siehe auch Gerhard et al., 10.

<sup>37</sup> Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 287.

<sup>38</sup> Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 284 und 288.

<sup>39</sup> Straub, Rz. 6.50 ff.

<sup>40</sup> Straub, Rz. 6.69; vgl. im Zusammenhang mit Wechseln in der Unternehmensführung Dalla Torre/Hasler, 192.

<sup>41</sup> Straub, Rz. 6.69; Peter, Rz. 265 ff.

<sup>42</sup> Leitfaden RLAhP, Rz. 115; Harisberger, Rz. 579 ff.; vgl. im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 124. Als Ausnahme zu diesem Grundsatz gilt der Bekanntgabeaufschub nach Art. 54 KR, auf den nachstehend unter III. ausführlich eingegangen wird.

<sup>43</sup> Siehe dazu unten, [IV.3.](#)

von den wesentlichen Punkten einer Tatsache Kenntnis hat, ein Ermessensspielraum zuzugestehen ist.<sup>44</sup>

Das erforderliche Wissen muss im Bereich der *Geschäftsleitung* oder bei einem *nicht exekutiven Verwaltungsratsmitglied* vorhanden sein.<sup>45</sup> Nach dem Leitfaden zur RLAhP gehören zur Geschäftsleitung sämtliche Personen, die in massgeblicher Weise die Willensbildung des Emittenten bestimmen können (faktische Organe).<sup>46</sup> Sind die geschäftsleitenden Personen infolge mangelhafter interner Organisation nicht hinreichend informiert und erfolgt deshalb keine oder eine verspätete Ad hoc-Mitteilung, kann wegen Organisationsverschuldens eine Verletzung der Publizitätspflichten vorliegen.<sup>47</sup>

Auch hier können sich im Einzelfall schwierige Abgrenzungsfragen stellen: Was gilt beispielsweise, wenn ein Verwaltungsratsmitglied *Aktionärsvertreter* ist und von möglicherweise kursrelevanten Plänen des Aktionärs Kenntnis hat? Löst dies eine umgehende Bekanntgabepflicht aus? Nach der hier vertretenen Ansicht kann das Verwaltungsratsmitglied nicht mittels Ad hoc-Publizitätspflicht gezwungen werden, jegliche kursrelevanten Pläne des Aktionärs umgehend nach Kenntnisnahme gegenüber dem Verwaltungsrat und der Öffentlichkeit offenzulegen. Es ist vielmehr anhand der gesetzlichen und gesellschaftsinternen Bestimmungen über die Pflichten der Verwaltungsratsmitglieder zu bestimmen, ob und wann der Aktionärsvertreter seine Verwaltungsratskolleginnen und -kollegen über die Pläne des Aktionärs zu informieren hat. Ab diesem Zeitpunkt und unabhängig davon, ob der Verwaltungsrat tatsächlich informiert wird, ist von der Kenntnis des Emittenten «in den wesentlichen Punkten» auszugehen.

Sobald die Ad hoc-Relevanz einer Tatsache festgestellt wurde, wird dem Emittenten noch eine kurze Frist eingeräumt, um, *erstens*, die zuständigen Organe zu informieren oder um eine Beschlussfassung zu erwirken und um, *zweitens*, eine Pressemitteilung zu erarbeiten.<sup>48</sup> Wie viel Zeit dem Emittenten verbleibt, ist einzelfallabhängig. Als angemessen gelten wohl drei bis fünf Kalendertage.<sup>49</sup> Unzulässig wäre es jedenfalls, bis zur nächsten bereits terminierten, aber mehrere Tage oder Wochen entfernten Sitzung des Verwaltungsrates zuzuwarten.<sup>50</sup>

---

<sup>44</sup> Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 287; Gerhard et al., 10.

<sup>45</sup> Entscheid der Sanktionskommission vom 14. April 2015, SaKo 2015-AhP-I/15, Rz. 11; Entscheid der Sanktionskommission vom 30. November 2010, SaKo 2010-AHP-II/10, SaKo 2010-CG-IV/10, Rz. 9; Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 271; Bieri/Rüdlinger, 167; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 131.

<sup>46</sup> Leitfaden RLAhP, Rz. 105.

<sup>47</sup> Leitfaden RLAhP, Rz. 106; Bieri/Rüdlinger, 175; Pitschen, 184.

<sup>48</sup> Straub, Rz. 6.66 und 6.68.

<sup>49</sup> Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 422.

<sup>50</sup> Straub, Rz. 6.66.

Für Geschäftsberichte und Finanzzahlen gilt nach dem Gesagten, dass diese zu publizieren sind, sobald der Entscheid des für die Genehmigung zuständigen Organs vorliegt, d.h. konkret, wenn der Verwaltungsrat diese zuhanden der Generalversammlung erstellt und finalisiert hat und das Testat der Revisionsstelle vorliegt.<sup>51</sup> Nach der Erstellung und Finalisierung des Geschäftsberichts steht dem Emittenten eine «angemessene kurze Frist»<sup>52</sup> zur Veröffentlichung der Zahlen zur Verfügung, sofern unternehmensintern ordnungsgemäße, zeitgerechte Prozesse sichergestellt sind und die Vertraulichkeit gewährleistet werden kann.<sup>53</sup> Die Länge dieser Frist ist im Einzelfall zu bestimmen; die Sanktionskommission hat in entsprechenden Urteilen zwölf,<sup>54</sup> 17<sup>55</sup> bzw. 34 Börsentage<sup>56</sup> als nicht angemessen kurz beurteilt. Nicht erforderlich und daher kein zulässiger Grund für (weitere) Verzögerungen ist das Drucken des Geschäftsberichts; die elektronische Publikation genügt.<sup>57</sup> Unzulässig wäre es auch, Berichte, die früher als erwartet vorliegen, erst an einem vorher festgelegten und angekündigten, anderslautenden Veröffentlichungstermin zu publizieren.<sup>58</sup>

Die Sanktionsbehörden haben in Bezug auf kursrelevante personelle *Veränderungen im Verwaltungsrat* entschieden, dass eine Ad hoc-Mitteilung nicht erst nach der Wahl der GV, sondern bereits nach der Nomination des Kandidierenden durch den Verwaltungsrat und dessen Bereitschaft, sich zur Wahl zu stellen, erfolgen muss.<sup>59</sup> Bei Mitgliedern der Geschäftsleitung ist grundsätzlich der Zeitpunkt der Vertragsauflösung bzw. des Vertragsabschlusses publikationsauslösend.<sup>60</sup>

Ferner ist in zeitlicher Hinsicht darauf hinzuweisen, dass Ad hoc-Mitteilungen grundsätzlich ausserhalb der handelskritischen Zeit, nämlich spätestens

---

<sup>51</sup> Leitfaden RLAhP, Rz. 112 f.; SIX Exchange Regulation, Mitteilung Nr. 1/2025 vom 14. Januar 2025, Hinweise zum Zeitpunkt der Verbreitung von Geschäftsberichten im Rahmen der Ad hoc-Publizität (zit. SER-Mitteilung 1/2025); vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 24. Juni 2022, SaKo II/2022, Rz. 28 ff. Vorbehalten bleiben die Fälle der Gewinnwarnung, des Gewinneinbruchs oder des Gewinnsprungs (siehe dazu unten, [IV.1](#)).

<sup>52</sup> SaKo II/2022, Rz. 29; SER-Mitteilung 1/2025.

<sup>53</sup> SaKo II/2022, Rz. 29; Leitfaden RLAhP, Rz. 113; SER-Mitteilung 1/2025; ferner Rehm/Sigismondi, 247.

<sup>54</sup> SaKo II/2022, Rz. 32.

<sup>55</sup> Sanktionsbescheid von SER vom 18. März 2024, SB-AHP-I/24, Rz. 19.

<sup>56</sup> Sanktionsbescheid von SER vom 27. Juli 2023, SB-AHP-II/23, Rz. 19; siehe zum Ganzen auch SER-Mitteilung 1/2025.

<sup>57</sup> SER-Mitteilung 1/2025.

<sup>58</sup> Leitfaden RLAhP, Rz. 110; Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle, Fall Nr. 4 Praxis Ad hoc-Publizität; SER-Mitteilung 1/2025; kritisch Rehm/Sigismondi, 247 f.

<sup>59</sup> Sanktionsbescheid von SER vom 22. Dezember 2010, SER 2010-AHP-I/10, SER 2010-MP-I/10, Rz. 28.

<sup>60</sup> SER 2010-AHP-I/10, SER 2010-MP-I/10, Rz. 29 ff.

90 Minuten vor Handelsbeginn oder nach Handelsschluss zu publizieren sind (Art. 11 RLAhP). Ist in besonderen Fällen eine Publikation während der handelskritischen Zeit unumgänglich, ist die SER nach den Vorgaben von Art. 12 Abs. 2 RLAhP vorgängig zu informieren, um je nach Situation den Handel mit den betroffenen Wertpapieren vorübergehend einstellen zu können.<sup>61</sup>

#### 4. Wie?

Die Modalitäten der Bekanntgabe von Ad hoc-Meldungen werden in Art. 5-14 RLAhP relativ detailliert geregelt. Die Literatur begnügt sich in der Regel mit einer kurzen Umschreibung und einem Verweis auf die entsprechenden Bestimmungen. Ein Blick auf die Sanktionsentscheide der vergangenen fünf Jahre zeigt allerdings, dass häufig in diesem Bereich Fehler passieren und sich entsprechend die deutliche Mehrheit der Entscheide nicht mit der materiell viel diskutierten Frage der Kursrelevanz einer Tatsache, sondern mit den Modalitäten der Publikation befassen.<sup>62</sup>

Seit der Revision der Ad hoc-Regularien von 2021 sieht Art. 53 Abs. 2<sup>bis</sup> KR vor, dass eine Bekanntmachung einleitend und visuell deutlich erkennbar als «Ad hoc-Mitteilung gemäss Art. 53 KR» zu klassifizieren ist (sog. *Flagging*).<sup>63</sup> Die einfache optische Erkennbarkeit soll zu einer Verbesserung der Transparenz beitragen.<sup>64</sup>

Folge davon ist, dass Emittenten nun stets zwischen Mitteilungen, welche kursrelevante Tatsachen enthalten, und anderen unterscheiden müssen.<sup>65</sup> Was nicht ad hoc relevant ist, darf nicht als Ad hoc-Mitteilung publiziert werden. Dies gilt insbesondere für reine Marketingmeldungen und die Publikation bereits bekannter, ehemals kursrelevanter Tatsachen.<sup>66</sup> Auch eine Kombination von kursrelevanten Tatsachen mit reinen Marketingmeldungen ist unzulässig

---

<sup>61</sup> Vgl. Leitfaden RLAhP, Rz. 160 ff.; Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle, Fall Nr. 3 Praxis Ad hoc-Publizität; Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007, SaKo-AHP-II/07, Rz. 4.

<sup>62</sup> Vgl. auch SIX Exchange Regulation, Mitteilung Nr. 2/2023 vom 16. Februar 2023, Feststellungen aus der Überprüfung der Publikationstätigkeit von Emittenten im Bereich der Ad hoc-Publizität (zit. SER-Mitteilung 2/2023), wonach Verstösse gegen die Ad hoc-Publizitätspflichten aufgrund unzureichender organisatorischer und/ oder technischer Schutzmassnahmen merklich zugenommen haben und so kursrelevante Tatsachen unbeabsichtigt zu früh und selektiv an die Öffentlichkeit gelangt sind.

<sup>63</sup> IC-Rundschreiben, Rz. 10; Müller/Peter, 159.

<sup>64</sup> IC-Rundschreiben, Rz. 10.

<sup>65</sup> Müller/Peter, 159.

<sup>66</sup> IC-Rundschreiben, Rz. 11.

und kann sanktioniert werden.<sup>67</sup> Allerdings muss bei der Beurteilung des *ex ante*-vorgenommenen Emittentenentscheids über die Kursrelevanz einer Tatsache und damit der Flagging-Pflicht dessen Ermessensspielraum berücksichtigt werden (vgl. Art. 4 Abs. 3 RLAhP).

Die Sanktionskommission hat klargestellt, dass eine wörtliche Übernahme des Flagging-Textes bei allen Adressaten der Mitteilung i.S.v. Art. 7 RLAhP zwingend ist; die blossе Bezeichnung als «Ad hoc-Mitteilung» genügt nicht.<sup>68</sup> Adressaten sind SIX Exchange Regulation, mind. zwei bei professionellen Marktteilnehmern verbreitete elektronische Informationssysteme, mind. zwei Schweizer Medien sowie jeder Interessierte, dem die Mitteilung über einen E-Mail-Verteiler zugesandt wird (sog. Push-System; Art. 7 RLAhP). Sämtliche Kanäle und Adressaten müssen zeitgleich und identisch bedient werden.<sup>69</sup>

Der Emittent kann seinen Ad hoc-Publizitätspflichten nach Art. 10 Abs. 1 RLAhP entweder selber nachkommen oder diese durch Dritte erfüllen lassen; die volle Verantwortung verbleibt aber beim Emittenten (Art. 10 Abs. 2 RLAhP). Selbst wenn erstellt ist, dass ein Fehler bei einem beauftragten Dritten geschehen ist, kann sich der Emittent nicht mit dem Nachweis sorgfältiger und reglementsconformer Instruktion von der Verantwortung dispensieren, sondern die Handlungen des Dritten werden ihm zugerechnet.<sup>70</sup> Im Rahmen der Bemessung der Sanktionshöhe berücksichtigen die SER und die Sanktionskommission, ob und innert welcher Zeit der Emittent den technischen Fehler bei der Verbreitung der Ad hoc-Meldung selber identifiziert und behebt, insbesondere im Rahmen des Push-Systems. Erforderlich sind Prozesse zur Erkennung von Fehlern (Fallback-Szenario), damit bei Problemen die zeitnahe Erfüllung der Publikationspflicht gewährleistet ist.<sup>71</sup> Zum Beispiel sollten sich die Verantwortlichen als Empfänger des Push-Systems registrieren, sodass sie realisieren, wenn trotz Publikation keine Push-E-Mail versendet wird.<sup>72</sup>

Gegenstand zweier jüngerer Sanktionsverfahren waren sog. Webcrawler-Leaks, die jeweils mit Bussen gegen den Emittenten endeten.<sup>73</sup> Webcrawler sind z.B. von Medien eingesetzte Software, die mithilfe von Algorithmen Internetseiten durchsuchen und die Inhalte der besuchten Seiten analysieren und speichern. Sie gehen systematisch und hocheffizient vor. Sie können zwar

---

<sup>67</sup> IC-Rundschreiben, Rz. 13.

<sup>68</sup> Entscheid der Sanktionskommission vom 9. November 2023, SaKo-IX/2023, Rz. 40.

<sup>69</sup> SER-Mitteilung 2/2023.

<sup>70</sup> SaKo-IX/2023, Rz. 72; vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 10. August 2023, SaKo-VII/2023, E. 3.1.1; SER-Mitteilung 4/2022.

<sup>71</sup> SER-Mitteilung 4/2022.

<sup>72</sup> Siehe dazu SaKo-VII/2023, E. 3.1.1.

<sup>73</sup> Entscheid der Sanktionskommission vom 13. Februar 2024, SaKo-I/2024; SaKo-IX/2023.

nur auf Inhalte zugreifen, die nicht besonders gesichert sind (keine Passwörter, Codes oder ähnliche Sicherheitsmassnahmen), finden aber auch vermeintlich unveröffentlichte Informationen auf einem privaten Webseitenbereich.<sup>74</sup> Der Webcrawler kann also auch auf Bereiche zugreifen, die auf der Webseite des Emittenten nicht verlinkt oder im Navigationsbereich enthalten sind, solange für diese Bereiche keine besondere Sicherung besteht.<sup>75</sup> Wird bloss die Information an sich, z.B. der Geschäftsbericht, durch ein Passwort geschützt, hilft dies nicht, denn Webcrawler können auch verborgene Seiten etwa in einem Cache auffinden.<sup>76</sup> Wird also beispielsweise der Geschäftsbericht vor dem vorgesehenen Publikationszeitpunkt von einem Webcrawler aufgespürt und werden Zahlen daraus durch ein Medienunternehmen publiziert, liegt ein Verstoß gegen die Ad hoc-Regularien, insbesondere die Gleichbehandlungspflicht, vor.<sup>77</sup> Trotz grundsätzlicher Organisationsfreiheit bei der Wahl der Instrumente zur Gewährung von Vertraulichkeit empfiehlt die SER, dass sich Emittenten in Bezug auf die Informationssicherheit am jeweils aktuellen Stand der Entwicklungen orientieren.<sup>78</sup>

Treten technische Probleme oder unerwartete Ereignisse auf, ist die SER umgehend zu kontaktieren. Allenfalls wird der Handel vorübergehend eingestellt (Art. 18 ff. RLAP).<sup>79</sup>

### III. Bekanntgabeaufschub

Tritt eine kursrelevante Tatsache im Tätigkeitsbereich des Emittenten ein, muss dann im Sinne einer Ausnahme von Art. 53 KR keine unmittelbare Ad hoc-Meldung gemacht werden, wenn die Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubs nach Art. 54 KR erfüllt sind. Die fragliche Tatsache muss auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruhen (Abs. 1 lit. a), ihre Verbreitung muss geeignet sein, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen (Abs. 1 lit. b) und der Emittent muss ihre umfassende Vertraulichkeit gewährleisten (Abs. 2).

Art. 54 Abs. 2 KR verankert, was nach Art. 4 Abs. 3 RLAP generell im Bereich der Ad hoc-Meldepflicht gilt: Die gesellschaftsinterne Entscheidungsfindung und Prozesse zur Einhaltung der Börsenpflichten werden durch die Ad hoc-Regularien nicht vorgegeben; es liegt vielmehr in der Autonomie des einzelnen

---

<sup>74</sup> Siehe zum Ganzen SaKo-IX/2023, Rz. 51; SER-Mitteilung 2/2023.

<sup>75</sup> SaKo-I/2024, Rz. 20 f.

<sup>76</sup> SaKo-IX/2023, Rz. 73.

<sup>77</sup> SER-Mitteilung 2/2023.

<sup>78</sup> SER-Mitteilung 2/2023.

<sup>79</sup> Leitfaden RLAP, Rz. 154.

Emittenten, durch entsprechende Ausgestaltung der Statuten, des Organisationsreglements und der internen Weisungen für eine zeitnahe Erfüllung der Informationspflichten zu sorgen.<sup>80</sup> Im Kontext der Gewährleistung der Vertraulichkeit bedeutet dies, dass sich der Emittent hinsichtlich seiner internen Regelungen, Prozesse und Massnahmen jeweils am neusten Stand der Entwicklungen und der «best practice» betreffend Wahrung der Vertraulichkeit orientiert und seine getroffenen Regeln dem jeweiligen «Standard einer börsenkotierten Unternehmen» entsprechen. Dazu gehören z.B. ein sog. Leak Contingency Plan, d.h. ein Plan, wie Rahmen eines Informationslecks vorzugehen ist (inkl. vorbereiteter Medienmitteilung),<sup>81</sup> eine beschränkte Verbreitung der kursrelevanten Tatsache nach dem «need to know»-Prinzip, eine Beschränkung sowie Sicherung des Zugangs zu Informationen, das Einholen von Vertraulichkeitserklärungen von allen Informationsträgern (intern sowie extern) und das Führen einer Insiderliste.<sup>82</sup> Ein Leck an sich bedeutet noch nicht, dass die Ad hoc-Pflichten verletzt wurden. Hingegen liegt ein Verstoß vor, wenn der Emittent nicht darlegen kann, dass er adäquate Massnahmen zur Verhinderung und – nach Auftritt des Lecks – zur umgehenden Information der Öffentlichkeit getroffen hat.<sup>83</sup>

Während die Gewährleistung der Vertraulichkeit und die von Art. 54 Abs. 1 lit. b KR geforderte Interessenabwägung<sup>84</sup> nachvollziehbar und im internationalen Vergleich üblich<sup>85</sup> sind, ist die Voraussetzung, wonach die aufgeschobene, kursrelevante Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruhen muss, eine verschiedentlich kritisierte Schweizer Besonderheit.<sup>86</sup>

Einem bereits einige Jahre zurückliegenden Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle (Vorgängerin der SER) lag ein Sachverhalt zugrunde, der die Problematik dieser Voraussetzung exemplarisch aufzeigte: Die kotierte X. Hol-

---

<sup>80</sup> Vgl. Leitfaden RLAhP, Rz. 39; IC-Rundschreiben, Rz. 17.

<sup>81</sup> Siehe dazu auch unten, [IV.2.](#)

<sup>82</sup> IC-Rundschreiben, Rz. 18; Leitfaden RLAhP, Rz. 195; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 140.

<sup>83</sup> Appenzeller, 476; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 140. Siehe dazu insbesondere die Entscheide der Disziplinarkommission vom 30. Juli 2004, DK-AHP-I/04, Rz. 13 und 15 (ungenügende Organisation, um auf ein Leck reagieren zu können) und vom 29. Juni 2005, DK-AHP-II/05, Rz. 10 (Fehlen eines Leak Contingency Plans als Verstoß gegen die Ad hoc-Regeln).

<sup>84</sup> Dalla Torre/Hasler, 196; vgl. Leitfaden RLAhP, Rz. 203; Straub, Rz. 6.78.

<sup>85</sup> Siehe z.B. Art. 17 Abs. 4 der Verordnung (EU) 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, wonach für einen Bekanntgabeaufschub erforderlich ist, dass (i) die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, (ii) die Aufschiebung der Offenlegung nicht geeignet wäre, die Öffentlichkeit irreführen und (iii) der Emittent die Geheimhaltung der Information sicherstellen kann.

<sup>86</sup> Dalla Torre/Hasler, 195; Müller/Peter, 159; Peter, Rz. 57. Vgl. kritisch gegenüber der vorausgesetzten Interessenabwägung Böckli, Kursrelevanz, 13 f.

ding AG wurde von ihrem Geschäftspartner W., mit dem sie über eine Tochtergesellschaft eine gemeinsame Joint Venture-Gesellschaft Y. führte, informiert, dass W. überschuldet sei. In der Folge führten X. Holding AG und W. diverse Gespräche über eine mögliche Sanierung von W. sowie die Übernahme der Beteiligung von W. an Y.<sup>87</sup> In diesem Zusammenhang stellte sich die Frage, ob die X. Holding AG die Bekanntgabe der Sanierungsbedürftigkeit ihres Geschäftspartners aufschieben durfte.<sup>88</sup> Weder die eigene Sanierungsbedürftigkeit noch jene eines Geschäftspartners beruht auf einem Plan oder Entscheid des Emittenten. Andererseits ist offensichtlich, dass eine umgehende Information der Überschuldung die Sanierungsmöglichkeiten im dargelegten Fall vereitelt hätte.<sup>89</sup> Der Ausschuss der Zulassungsstelle entschied, dass «ausnahmsweise»<sup>90</sup> ein Bekanntgabeaufschub zulässig war. Zwar haben die Sanktionsbehörden eine Aufweichung der genannten Voraussetzung nie weiter in Erwägung gezogen,<sup>91</sup> es scheint aber plausibel, dass berechnete Geheimhaltungsinteressen des Emittenten sowohl in Sanierungssituationen aber auch in anderen Konstellationen trotz fehlender eigener Initiative des Emittenten überwiegen können.<sup>92</sup>

## IV. Einzelfragen

### i. Guidance und Gewinnwarnung

Nicht selten wollen Emittenten ihre aktuellen Aktionäre und Investoren mittels Aussagen zum zukünftigen Geschäftsverlauf informieren. Diese sog. Guidance, die als Ad hoc-Meldung zu erfolgen hat, kann aus wirtschaftlich-strategischer Sicht sinnvoll sein, hat aber Auswirkungen auf die Ad hoc-Pflichten: Positive sowie negative Abweichungen von der eigenen Prognose müssen mittels erneuter Ad hoc-Meldung transparent gemacht werden (sog. Gewinnwarnung).<sup>93</sup> Zwar können auch sich abzeichnende Veränderungen des Jahresergebnisses im Vergleich zum Gewinn bzw. Verlust der Vorjahresperiode eine Informationspflicht auslösen (sog. Gewinn sprung/ Gewinneinbruch),<sup>94</sup> die Er-

---

<sup>87</sup> Zum Ganzen siehe ZUL-AHP-II/06, Rz. 1 ff.

<sup>88</sup> ZUL-AHP-II/06, Rz. 18.

<sup>89</sup> Vgl. ZUL-AHP-II/06, Rz. 20.

<sup>90</sup> ZUL-AHP-II/06, Rz. 20; vgl. auch Leitfaden RLAhP, Rz. 210 ff.

<sup>91</sup> Sanktionsbescheid von SER vom 22. Dezember 2010, SER-AHP-I/10, SER-MP-I/10, E. 63; Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle, Fall Nr. 2 Ad hoc-Publizität.

<sup>92</sup> Siehe dazu auch Ryser/Weber, 91 ff.

<sup>93</sup> ZUL-AHP-II/04, Rz. 21; Rehm/Sigismondi, 246 f. Die Pflicht zur Gewinnwarnung ergibt sich aus dem Grundsatz von Treu und Glauben (Leitfaden RLAhP, Rz. 79).

<sup>94</sup> Rehm/Sigismondi, 247; Straub, Rz. 6.59.

heblichkeitsschwelle wird von SIX allerdings unterschiedlich hoch angesetzt. Während bereits «voraussichtlich nennenswerte Abweichungen»<sup>95</sup> von der früheren Prognose eine Pflicht zur Gewinnwarnung auslösen, bedarf es «erheblicher»<sup>96</sup> Abweichungen vom Vorjahresergebnis, damit der Emittent einen Gewinnsprung bzw. Gewinneinbruch anzukünden hat. Die Ad hoc-Relevanz von Veränderungen im Vergleich zum Vorjahresergebnis sowie zur Guidance sind einzelfallabhängig, weshalb es – obwohl die Frage in der Praxis regelmäßig gestellt wird – keine allgemeingültigen prozentualen Schwellenwerte gibt; zu berücksichtigen sind insbesondere die Markterwartungen, Trends, Volatilität der Gewinnentwicklung in den Vorjahren sowie der Umstand der Einmaligkeit bzw. Regelmässigkeit solcher Abweichungen.<sup>97</sup> Darüber hinaus ist jeweils zu prüfen, ob der Emittent bestimmte kursrelevante Ereignisse, welche die Finanzzahlen beeinflusst haben, bereits früher publiziert hat. Wurde beispielsweise während des Jahres eine Geschäftseinheit mit Gewinn oder Verlust veräussert und enthielt die betreffende Ad hoc-Mitteilung Angaben zu den Auswirkungen auf das Finanzergebnis, ist die daraus resultierende Abweichung des Jahres- vom Vorjahresergebnis grundsätzlich nicht mehr ad hoc-relevant.

Eine in der Praxis schwierige Frage ist die Kursrelevanz von Halbjahreszahlen, die vom Ergebnis der Vergleichsperiode im Vorjahr abweichen. In der Regel geben Emittenten keine Guidance für Halbjahreszahlen. Hat ein Emittent Guidance für das gesamte Jahr gegeben und weicht das Halbjahresergebnis erheblich vom Ergebnis der Vergleichsperiode im Vorjahr ab, ist dies noch nicht zwingend kursrelevant, insbesondere wenn der Emittent bei Bekanntgabe der Halbjahreszahlen an seiner Guidance für das Gesamtjahr festhält.

Keine Bekanntgabepflicht wird ausgelöst durch nicht erfüllte Erwartungen, die von Dritten geweckt wurden.<sup>98</sup> Es kann aber sinnvoll sein, diesen Gerüchten korrigierend entgegenzuwirken.<sup>99</sup>

Bei der Beurteilung, ob ein Gewinneinbruch bzw. Gewinnsprung vorliegt, fokussiert die SIX primär auf den voraussehbaren Reingewinn und Umsatz und vergleicht diese Werte mit den Ergebnissen des Vorjahres.<sup>100</sup> Beide Kennzahlen sind – je nach Unternehmen – aber starken Schwankungen ausgesetzt,

---

<sup>95</sup> SaKo 2015-AhP-I/15, Rz. 10.

<sup>96</sup> SaKo 2010-AHP-II/10, SaKo 2010-CG-IV/10, Rz. 7; vgl. Fall Nr. 4 Praxis Ad hoc-Publizität. Siehe auch Rehm/Sigismondi, 247.

<sup>97</sup> Vgl. Straub, Rz. 6.59. Siehe zum Ganzen Leitfaden RLAhP, Rz. 77 ff.

<sup>98</sup> Leitfaden RLAhP, Straub, Rz. 6.57 f.

<sup>99</sup> Leitfaden RLAhP; siehe auch unten, [IV.2](#).

<sup>100</sup> Vgl. SaKo 2010-AHP-II/10, SaKo 2010-CG-IV/10, Rz. 7; Leitfaden RLAhP, Rz. 83; Rehm/Sigismondi, 247.

ohne dass diese auch mit einer entsprechenden Veränderung der Leistung oder des Erfolgs eines Unternehmens einhergehen. So kann der Reingewinn durch einmalige Effekte und ausserordentliche Ereignisse (z.B. Pandemie, Krieg) erheblich beeinflusst werden und der Umsatz vergrössert sich gerade bei stark wachsenden Gesellschaften laufend. Dies kann Ad hoc-Meldepflichten auslösen, obwohl sich allenfalls die von einem Unternehmen selber definierten Key Performance Indicators (KPIs) nicht gleichermassen entwickelt haben. Indem eine Gesellschaft Guidance publiziert, kann sie die aus ihrer Sicht relevanten KPIs selber definieren und die Latte für eine Ad hoc-Mitteilungspflicht selber ansetzen. Der mit Guidance einhergehenden Verengung des Spielraums, innerhalb welchem Abweichungen keine Ad hoc-Publizitätspflicht auslösen, kann Abhilfe geschaffen werden, indem die prognostizierten KPIs als Bandbreiten ausgewiesen werden (z.B. EBITDA-Marge von 16-20%). Weniger geeignet sind volatile KPIs wie z.B. Free Cash Flow und daran angeknüpfte Dividendenprognosen. Auch bei Prognosen hinsichtlich einer Vielzahl von Kennzahlen ist Vorsicht geboten. In der Praxis sind Emittenten im Zusammenhang mit Guidance jedenfalls mit einer Vielzahl von Fragen konfrontiert. Was gilt zum Beispiel, wenn die aktuellen Ergebnisse nur zum Teil von den prognostizierten KPIs abweichen bzw. sich teils positiver teils negativer als erwartet entwickeln? Muss ein Gewinn- bzw. Umsatzsprung oder -einbruch (wofür keine Guidance besteht) im Falle einer erheblichen Abweichung vom Vorjahresergebnis auch dann ad hoc publiziert werden, wenn die KPI-Werte, für welche Guidance besteht, der Prognose entsprechen? Wie ist zu verfahren, wenn – wie üblich – nur für das volle Jahr Guidance abgegeben wurde und das Halbjahresresultat erheblich vom Vorjahresergebnis abweicht, der Emittent sich aber in Bezug auf die Jahresguidance auf Kurs sieht? Abstrakt lassen sich diese Fragen kaum beantworten; es bedarf vielmehr einer – häufig unter Zeitdruck zu erfolgenden – gesamtheitlichen Einzelfallbeurteilung, ob eine Abweichung bzw. ein Ereignis kursrelevant ist.

Wird auf Guidance zum Jahresbeginn verzichtet, können die Erwartungen des Marktes im Falle von Gewinn- und Umsatzveränderungen durch Ad hoc-Mitteilungen zum relevanten Ereignis, das Ursache davon ist, oder durch Trading-Updates gesteuert werden. Hat beispielsweise der Verkauf eines Betriebsteils oder der Ausgang eines wichtigen Gerichtsverfahrens ad hoc-relevante finanzielle Auswirkungen, kann es von Vorteil sein, im Rahmen der Ad hoc-Meldung zu diesem Ereignis die finanziellen Implikationen auf das Jahresergebnis publik zu machen, anstatt zusätzlich oder vorgängig eine zu Jahresbeginn abgegebene Guidance korrigieren zu müssen, bei welcher diese Entwicklungen nicht berücksichtigt wurden.

## 2. Umgang mit Gerüchten

Gerüchte und Gewinnschätzungen Dritter müssen vom Emittenten grundsätzlich nicht kommentiert werden.<sup>101</sup> Handelt es sich allerdings um Zahlen oder Tatsachen, die zwar nicht vollständig mit den später publizierten übereinstimmen, die aber auch nicht offensichtlich aus der Luft gegriffen sind, sondern auf ein Informationsleck innerhalb des Emittenten zurückzuführen sind, bedarf es einer umgehenden Ad hoc-Meldung.<sup>102</sup> Die Abgrenzung zwischen Gerücht und Informationsleck kann im Einzelfall schwierig sein: Der Emittent muss sich fragen, ob die zirkulierenden Informationen derart detailliert und konkret bzw. spezifisch sind, dass sie bei objektiver Betrachtung nicht (nur) auf einem Gerücht, sondern auf einem Informationsleck basieren müssen.<sup>103</sup> Jedenfalls wird der Bekanntgabeaufschub nicht erst dann hinfällig, wenn der Emittent über Belege verfügt, dass Informationen an Dritte weitergegeben wurden.<sup>104</sup>

Wird ein Gerücht auf freiwilliger Basis kommentiert und ist dessen Inhalt ad hoc relevant, empfiehlt die SER, die Stellungnahme in Form einer Ad hoc-Mitteilung vorzunehmen.<sup>105</sup> Allgemein ist unseres Erachtens bei einer freiwilligen öffentlichen Mitteilung als Reaktion auf Gerüchte Vorsicht geboten, unter anderem weil man damit möglicherweise unerwünschte Erwartungen für das eigene Informationsverhalten in der Zukunft setzt.

Aus Sicht der Praxis empfiehlt es sich, im Falle eines berechtigten Bekanntgabeaufschubs einen Leak Contingency Plan inkl. einer regelmässig aktualisierten Ad hoc-Mitteilung bereitzuhalten und den Markt auf Gerüchte und Lecks zu überwachen, um gegebenenfalls möglichst verzugsfrei der Pflicht zur Bekanntgabe der kursrelevanten Tatsachen nachkommen zu können, sofern die relevanten Umstände auf ein Leck hindeuten.

---

<sup>101</sup> Leitfaden RLAP, Rz. 35; Appenzeller, 468; Bieri/Rüdlinger, 164; Entscheid des SIX Swiss Exchange Schiedsgerichts vom 22. März 2016 im Zusammenhang mit dem Entscheid der Sanktionskommission, SaKo-2014-AhP-I/14, Rz. 101; DK-AHP/1/02, Ziff. 2.1; Entscheid der Sanktionskommission vom 15. Dezember 2009, SaKo 2009-AHP I/09, Rz. 4.

<sup>102</sup> DK-AHP-1/04, Rz. 12; vgl. Appenzeller, 477 f.

<sup>103</sup> Bieri/Rüdlinger, 168 f.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 126; ausführlich Appenzeller, 476 ff.

<sup>104</sup> Bieri/Rüdlinger, 169.

<sup>105</sup> Straub, Rz. 6.39; Leitfaden RLAP, Rz. 36.

### 3. Interne Untersuchungen und andere «*protracted processes*»

Das Schiedsgericht der SIX hatte in einem am 28. Februar 2025 ergangenen Urteil<sup>106</sup> die Rechzeitigkeit einer Ad-Mittelung im Zusammenhang mit einer komplexen internen Untersuchung der Finanzberichterstattungspraktiken zu beurteilen. Mit Bezug auf ihre Praxis der mehrstufigen Information bei gestreckten oder komplexen Sachverhalten («*protracted processes*»)<sup>107</sup> warf die SER dem Emittenten vor, bereits die als vorläufig bezeichneten Zwischenergebnisse, welche un schlüssig blieben, ob wesentliche Verstösse gegen Rechnungslegungsstandards vorlagen, hätten ad hoc veröffentlicht werden müssen. Das Schiedsgericht befand indes, dass zur Verhinderung einer vorzeitig falschen Information, die später allenfalls hätte korrigiert oder zurückgezogen werden müssen, und damit zur Vermeidung von Unsicherheiten und Kollateralschäden für das Unternehmen und den Kapitalmarkt der Unternehmensleitung eine angemessene Abklärungszeit zuzugestehen war, um weitere Abklärungen vorzunehmen, bevor die im Raum stehenden Vorwürfe mittels Ad-hoc Meldung veröffentlicht werden müssen. Entscheidend sei, wann nach dem Kriterium der überwiegenden Wahrscheinlichkeit vom Vorliegen einer bestimmten Tatsache ausgegangen werden könne. Diese internen Abklärungen müssen mit der gebotenen Eile vorgenommen werden, können je nach Komplexität und Umfang aber auch eine längere Zeitperiode in Anspruch nehmen.<sup>108</sup> Eine Ad hoc-Pflicht ist mit anderen Worten nicht bereits anzunehmen, wenn der Eintritt des Ereignisses bloss möglich, d.h. im tieferen Wahrscheinlichkeitsbereich liegt. Im Interesse des Funktionsschutzes des Marktes ist der Emittent vielmehr verpflichtet, weitere Abklärungen zu treffen, um die Verdachtsmomente entweder zu entkräften oder hinreichend erhärtete Informationen zu gewinnen, und erst wenn diese abgeschlossen oder wesentlich gefördert sind, muss der Markt informiert werden.<sup>109</sup>

Allein der Umstand, dass eine interne Untersuchung läuft, kann nach Ansicht des Schiedsgerichts klarerweise keine Ad-hoc Pflicht auslösen. Sie dient als Mittel gerade dazu, um zu prüfen, ob eine kursrelevante Tatsache vorliegt, weshalb die Untersuchung selbst nicht meldepflichtig sein kann. Massgeblich ist einzig, ob gestützt auf die gewonnenen Erkenntnisse und der konkreten Umstände das Unternehmen im beschriebenen Sinne mit überwiegender Wahrscheinlichkeit Kenntnis vom Vorliegen einer ad-hoc pflichtigen Tatsache hat.<sup>110</sup>

---

<sup>106</sup> Siehe dazu insbesondere Gerhard et al., *passim*.

<sup>107</sup> Siehe dazu oben, [II.3](#).

<sup>108</sup> Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 272 f.; siehe dazu auch Gerhard et al., 6 f.

<sup>109</sup> Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 274 f.

<sup>110</sup> Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 415 f.

#### 4. Anleihen

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob sich der Entscheid des Schiedsgerichts auch auf andere «*protracted processes*» wie laufende Gerichts- und Behördenverfahren (z.B. Zivilklagen, WEKO- und FINMA-Verfahren) übertragen lässt, mithin, ob bis zum Entscheid des Spruchkörpers zugewartet werden kann, bis eine ad hoc-pflichtige Tatsache vorliegt. Die in der EU am 5. Juni 2026 in Kraft tretende Änderung der EU-Marktmissbrauchsverordnung und die dazu veröffentlichten Erläuterungen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA sehen vor, dass bei gerichtlichen Verfahren erst nach Erhalt des Urteils bzw. des Sanktionsbescheids eine Ad hoc-Meldung erfolgen muss.<sup>111</sup> In der Schweiz ist diesbezüglich aber Vorsicht geboten und für ein pauschales Zuwarten bis zum abschliessenden Entscheid in jeglichen Verfahren fehlt wohl eine entsprechende Grundlage in den geltenden Ad hoc-Regularien. Während eine interne Untersuchung erst der Sachverhaltsabklärung dient, zielt ein behördliches oder gerichtliches Verfahren bereits auf die Anwendung börsenrechtlicher oder staatlicher Regeln ab, was voraussetzt, dass der zugrunde liegende Sachverhalt bereits in den wesentlichen Zügen bekannt ist oder zumindest hinreichende Verdachtsmomente bestehen. Das vom Schiedsgericht in Bezug auf interne Untersuchungen entwickelte Argument, der Markt würde mittels verfrühter Information, bevor die zu ermittelnden Umstände die Schwelle der überwiegenden Wahrscheinlichkeit überschreiten, mehr in die Irre geführt als in wahrer, klarer und vollständiger Weise informiert (vgl. Art. 1 RLAhP), gilt bei staatlichen oder behördlichen Verfahren nicht in gleicher Weise: Hat z.B. die FINMA oder die WEKO ein Verfahren gegen einen Emittenten initiiert, liegt darin bei entsprechender Bedeutung des Verfahrensgegenstands möglicherweise bereits eine kursrelevante Tatsache, selbst wenn der Verfahrensausgang noch nicht mit überwiegender Wahrscheinlichkeit absehbar ist. Mit anderen Worten liegt in der Eröffnung eines «externen Verfahrens» ein Umstand, der zwar nicht völlig unabhängig vom zugrunde liegenden Sachverhalt, aber doch individuell auf seine Kursrelevanz zu prüfen ist. Zu beachten ist weiter, dass bei vielen gerichtlichen oder behördlichen Verfahren der Kreis der involvierten Personen grösser ist und sich diese Verfahren nicht selten über mehrere Monate bis Jahre hinziehen, während bei internen Untersuchungen bei Anwendung der gebotenen Eile bereits innert weniger Wochen genügend Informationen gesammelt werden könne, um über die Ad hoc-Relevanz der untersuchten Abläufe zu entscheiden. All dies erhöht bei einem Zuwarten auf den behördlichen oder gerichtlichen Endentscheid

---

<sup>111</sup> European Securities and Markets Authority, Final Report, Technical advice concerning MAR and MiFID II SME GM, 7. Mai 2025, 77.

die Gefahr einer Ungleichbehandlung der Marktteilnehmer, was im Einzelfall eine gestaffelte Ad hoc-Publizität nahelegen kann, d.h. in einer ersten Meldung wird diesfalls über das Verfahren und in einer zweiten Meldung über dessen Ausgang informiert. Wesentlich bleibt unseres Erachtens aber eine Beurteilung im Einzelfall.

Die Bestimmungen zur Ad hoc-Publizität (und zu anderen Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung) gelten auch für Emittenten von Anleihen (Art. 29 ZRA i.V.m. Art. 53 f. KR). Einzuhalten sind sie grundsätzlich sowohl durch den Emittenten als auch durch den Sicherheitsgeber (Art. 30 Abs. 1 ZRA). Falls der Emittent eine in die Vollkonsolidierung des Sicherheitsgebers eingeschlossene Tochtergesellschaft ist, treffen die Ad hoc-Publizitätspflichten nur den Sicherheitsgeber (Art. 30 Abs. 2 ZRA). Ausnahmen können gewährt werden, wenn der Emittent oder der Sicherheitsgeber selber sämtliche Kotierungserfordernisse erfüllt (Art. 30 Abs. 4 ZRA).

Mit Ausnahme dieser gesetzlichen Regelung, die grösstenteils auf das KR und die RLAhP verweist, besteht weder ausführliche Literatur noch umfangreiche Praxis zur Ad hoc-Meldepflicht im Zusammenhang mit Anleihen. Klar ist, dass Art. 53 Abs. 1<sup>ter</sup> KR – die «per se» Regel, wonach Geschäfts- und Zwischenberichte stets mit einer Ad hoc-Mitteilung zu publizieren sind – nur für primärkotierte Beteiligungsrechte, d.h. nicht für Anleihen, gilt.

Als Faustregel, ob eine Tatsache relevant für den Kurs einer an der SIX kotierten Anleihe ist, dürfte die Frage dienen, ob sich die betreffende Tatsache auf die Fähigkeit des Emittenten auswirken wird, fristgemäss die Zinsen zu zahlen und den Kapitalbetrag zurückzuzahlen. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn man davon ausgehen muss, dass eine Tatsache das Rating der Anleihe bzw. des Emittenten (positiv oder negativ) beeinflussen wird oder würde. Im Sinne einer weiteren Faustregel ist unseres Erachtens davon auszugehen, dass die Schwelle der Kursrelevanz bei Anleihen im Vergleich zu Beteiligungsrechten allgemein höher liegt. Ausdruck davon ist auch der Umstand, dass, wie vorstehend ausgeführt, Finanzaufstellungen bei Anleihen nicht per se ad hoc publiziert werden müssen.

## V. Ausblick auf den Vorentwurf des revidierten FinfraG

Per Medienmitteilung vom 19. Juni 2024 kündigte der Bundesrat die Eröffnung der Vernehmlassung zur Änderung des Finanzmarktinfrastukturgesetzes an,

die bis am 11. Oktober 2024 dauerte.<sup>112</sup> Der Erläuternde Bericht nennt als Ziele der Revision die Anpassung des FinfraG an die technologischen Weiterentwicklungen, die internationalen Standards und die ausländischen Rechtsordnungen.<sup>113</sup>

Im Rahmen dieser Gesetzesänderung sollen die Pflichten zur Ad hoc-Publizität (Art. 37b VE-FinfraG) und zur Veröffentlichung von Management-Transaktionen zur Vermeidung von Insiderhandel (Art. 37c VE-FinfraG) in das staatliche Recht überführt werden. Der Bundesrat schreibt: «Angesichts der Bedeutung dieser Pflichten für die Verhinderung und Aufdeckung von Insiderhandel und Marktmanipulation erscheint es nicht angemessen, diese Pflichten der Selbstregulierung der Börsen zu überlassen.»<sup>114</sup> Eine nähere Begründung, weshalb die Emittenten-Selbstregulierung abzuschaffen sei, bleibt der Erläuternde Bericht allerdings schuldig.<sup>115</sup> Die Umsetzung dieses Vorschlags käme einem eigentlichen Paradigmenwechsel gleich: Selbst wenn Art. 37b VE-FinfraG inhaltlich an den Grundzügen von Art. 53 f. KR festhält, gemäss Bundesrat die bestehende Rechtsprechung und Praxis übernommen werden sollen<sup>116</sup> und sich die Anpassung an der Finanzmarktinfrastrukturverordnung an der RLahP orientieren soll,<sup>117</sup> sind die Folgen dieser Verstaatlichung weitreichend:<sup>118</sup>

Erstens würde die Zuständigkeit bei Verstössen tendenziell nicht mehr bei der SER liegen, sondern es würde zu einer Aufspaltung kommen zwischen einem aufsichtsrechtlichen Verfahren der FINMA inkl. dem entsprechend anwendbaren Enforcement-Instrumentarium (Art. 29 ff. des Bundesgesetzes über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG; SR 956.1)), und einem strafrechtlichen Verfahren des Eidgenössischen Finanzdepartements (EFD). Die organisatorische Umsetzung, insbesondere die Rollenverteilung zwischen und die Zuständigkeiten von SIX, FINMA und EFD sind in wesentlichen Punkten (noch) unklar.

---

<sup>112</sup> Medienmitteilung des Bundesrates vom 19. Juni 2024, Bundesrat eröffnet Vernehmlassung zur Änderung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes.

<sup>113</sup> Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Änderung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes, Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens vom 19. Juni 2024 (zit. Erläuternder Bericht), 2.

<sup>114</sup> Erläuternder Bericht, 19.

<sup>115</sup> Vgl. Bohrer, 8.

<sup>116</sup> Erläuternder Bericht, 31.

<sup>117</sup> Erläuternder Bericht, 32.

<sup>118</sup> Siehe zum Ganzen auch Bohrer, 8 ff. Zur hier nicht weiter behandelten Frage, ob gestützt auf Art. 37b Abs. 1 VE-FinfraG eine Haftung des Emittenten bzw. seines Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung für falsche oder unterlassene Ad hoc-Mitteilung begründet werden kann, siehe Gericke/Kneubühl, *passim*.

Zweitens würde der Vorentwurf ein strafrechtliches Vorgehen direkt gegen meldepflichtige Personen und nicht nur gegen den Emittenten ermöglichen. Nach Art. 149a VE-FinfraG kann mit Busse bestraft werden, wer die Pflichten nach Art. 37a-37c VE-FinfraG verletzt – bei Vorsatz drohen Geldbussen bis zu CHF 500'000, bei Fahrlässigkeit bis zu CHF 100'000. Unter geltendem Sanktionsrecht der SIX sind Bussen bis zu CHF 10 bzw. 1 Million möglich, wobei sich diese aber nur gegen den Emittenten richten können.<sup>119</sup> Die Kriminalisierung der meldepflichtigen Personen steht im Widerspruch zum Wesen der Ad hoc-Publizitätspflicht: Nicht selten müssen Emittenten beim Eintritt kaum voraussehbarer und somit auch kaum planbarer Informationen innert kurzer Zeit *ex ante* über deren Kursrelevanz entscheiden. Wird der dabei bestehende Ermessensspielraum verlassen – eine *ex post* ohnehin schwierig zu beantwortende Frage – droht unmittelbar die persönliche Strafbarkeit, auch bei blosser Fahrlässigkeit. Auch die letztjährigen Entwicklungen hin zu einer Flagging-Pflicht und zur Praxisverschärfung der SIX, wonach nur nach ad hoc zu publizieren ist, was ad hoc-relevant ist, deutete in die entgegengesetzte Richtung. Gut möglich, dass zur Verhinderung der eigenen Strafbarkeit bei Umsetzung des Vorentwurfs wieder der Grundsatz «im Zweifelsfall ad hoc» gelten würde.<sup>120</sup>

Drittens ist aus praktischer Sicht die kritische Frage zu stellen, ob die Zusammenarbeit mit den Behörden unter neuem Recht ähnlich gut funktionieren würde wie mit der SIX. So wird beispielsweise der Leitfaden zur RLAHP als sehr hilfreich empfunden, genauso wie die Möglichkeit, in kritischen Situationen (z.B. Sanierungsfall) das Vorgehen in Sachen Ad hoc-Publizität mit der SER abzusprechen. Würde dies auch unter neuem Recht und veränderter Zuständigkeitsverteilung noch möglich sein? Oder würde es wie im Bereich der Offenlegung gemäss Art. 120 ff. FinfraG dazu kommen, dass rechtssuchende Emittenten von der SIX auf den formellen Rechtsweg verwiesen werden (müssen) und von allfälligen Rechtsverletzungen erst nach Jahren erfahren, wenn sie vom EFD über die Eröffnung eines Verwaltungsstrafverfahrens informiert werden? Es bleibt abzuwarten, welche Ergebnisse die Vernehmlassung gebracht hat und wie der Bundesrat auf die von einigen Kreisen geäusserte Kritik<sup>121</sup> reagieren wird. Das bestehende System der Selbstregulierung aufzuheben,<sup>122</sup> würde jedenfalls bedeuten, neue, grundlegende Rechtsunsicherheiten zu schaffen in einem Bereich, der stark von der über Jahre gewachsenen Zusammenarbeit und dem konstruktiven Dialog beider Seiten abhängt.

---

<sup>119</sup> Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 142; Böckli, Aktienrecht, §9 Rz. 515.

<sup>120</sup> Siehe zur früheren Praxis SaKo-2010-AHP-II/10, SaKo-CG-IV/10, Rz. 23; vgl. Bieri/Rüdlinger, 165; Böckli, Kursrelevanz, 15 f.

<sup>121</sup> Siehe oben, Fn. 8.

<sup>122</sup> Siehe ausführlich zur Selbstregulierung als Wettbewerbsvorteil in verschiedenen Bereichen Bohrer, *passim*.

## Literaturverzeichnis

- Appenzeller Hansjürg, Ad hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, GesKR 2009, 463 ff.
- Bertschinger Peter, Konzernrechnungslegung und -prüfung in dynamischem Umfeld, Der Schweizer Treuhänder 1997, 375 ff.
- Bieri Noël/Rüdlinger Katharina, Börsenrechtliche Meldepflichten bei Unternehmensübernahmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIV, Zürich/Basel/Genf 2012, 135 ff.
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 5. A., Zürich/Genf 2022 (zit. Böckli, Aktienrecht).
- Böckli Peter, Ad hoc-Publizität: Kursrelevanz als Kernkriterium der Bekanntgabepflicht, SZW 2014, 2 ff. (zit. Böckli, Kursrelevanz).
- Bohrer Andreas, Selbstregulierung als Wettbewerbsvorteil, GesKR 1/2025, 1 ff.
- Bösch René et al., Note from the Editors, The draft bill for revised Financial Market Infrastructure Act: A shift of paradigm without basis, CapLaw 5/2024, 2 f.
- Dalla Torre Luca/Hasler Daniel, Ad hoc-Publizität bei Wechseln in der Unternehmensführung, GesKR 2010, 186 ff.
- Gerhard Frank et al., The Demise of Staggered Ad Hoc Disclosure: the «more likely than not» Test and Issuer Discretion in Evolving Factual Situations, CapLaw 4/2025, 2 ff.
- Gericke Dieter/Kneubühl Oliver, Haftungsrechtliche Folgen einer gesetzlichen Regelung der Ad hoc-Publizität, SZW 2024, 518 ff.
- Harisberger Severin, Die Mitwirkung des Emittenten bei Sekundärplatzierungen und gemischten Platzierungen von Aktien im schweizerischen Recht, Zürich/St. Gallen 2021.
- Müller Andreas/Peter Anna, Revidierte Regularien zur Ad hoc-Publizität, GesKR 2021, 149 ff.
- Peter Anna, Die kursrelevante Tatsache, Zürich/St. Gallen 2015.
- Pitschen Gilles, Börse und Unternehmen, Zürich/St. Gallen 2014.
- Rehm Christian/Sigismondi Laurent, Ad hoc-Publizität aus Emittentensicht, GesKR 2012, 244 ff.
- Ryser Marc/Weber Rolf H., Bekanntgabeaufschub gemäss Art. 54 KR, SZW 2012, 85 ff.
- Straub Rodolfo, Kapitel 6: Ad hoc-Publizität, in: Lengauer Daniel/Eggen Mirjam/Straub Rodolfo (Hrsg.), Fachhandbuch Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2021, 501 ff.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2020.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2021.

Der vorliegende Tagungsband «Kapitalmarkt-Recht und Transaktionen» legt den Schwerpunkt wie jedes Jahr auf aktuelle Entwicklungen im Finanz- und Kapitalmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung von Transaktionen in diesem Bereich. Die Beiträge in diesem Tagungsband befassen sich mit Aspekten der Governance und von ESG im Rahmen eines IPO, dem Reverse Merger als Alternative zum traditionellen IPO, den Herausforderungen der Ad-hoc Publizität für SIX kotierte Gesellschaften, den Transparenzpflichten («Corporate Disclosure») von Emittenten an der SIX sowie den geplanten Änderungen derselben (Finfrag-Revision), der Restrukturierung von Anleihen in der Unternehmenskrise sowie dem Spannungsfeld zwischen Regulierung und Innovation für De-Fi und Fintech.

Mit Beiträgen von:

Sandro Fehlmann  
Thomas Müller  
Anna Peter  
Thomas U. Reutter  
Kaan Saritas

Patrick Schärli  
Jan Schmid  
Michael Urwyler  
Philippe Weber  
Matthias Zinniker