

Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Von Prof. Dr. Peter Böckli und
Dr. Christoph B. Bühler, LL.M., Rechtsanwälte, Basel

Major shareholders occasionally seek additional or more detailed information from the board to assess the state of their company's affairs, to ensure that the directors are behaving satisfactorily or, if not, to act upon their dissatisfactions and to influence corporate decision-making. This article deals with the question whether such selective supply of information to major shareholders is compatible with the basic corporate principle of equal treatment. If the shares are listed on the SWX Swiss Exchange, the capital market related right of information, which sets a higher threshold, applies, i.e. the shareholder information policy must comply with the more restrictive equality of treatment requirement striving for a «level playing field». The authors hold that information cannot always be provided on an absolute equal basis, rather that some inequalities of treatment are possible if justified. Although major shareholders are not privileged in terms of their status of information, upon substantial request, an exclusive passing on of additional or more detailed information during the financial year can be justified. However, the «abstain or release»-principle applies with respect to any price-sensitive facts that would provide insider information to individual shareholders, i.e. such information must be disclosed to an unlimited group of stakeholders.

Inhaltsübersicht

I. Einleitung

II. Informationsrechte und -möglichkeiten des Aktionärs

- 1. Aktienrechtliches Informationskonzept**
- 2. Kapitalmarktrechtliche Informationsmöglichkeiten des Aktionärs**
- 3. Grenzen der Informationsvermittlung an Aktionäre**
 - a. Geschäftsgeheimnisse und «andere schutzwürdige Interessen der Gesellschaft»
 - b. Gleichbehandlungsgebot
 - c. Nach Art. 161 und 162 StGB sensitive Informationen

III. Zulässigkeit von Zusatzinformationen an grössere Aktionäre

1. **Ein Blick auf den heutigen Meinungsstand**
 - a. Argumente der Befürworter eines Informationsprivilegs
 - b. Argumente der Gegner eines Informationsprivilegs
2. **Eigene Beurteilung**
 - a. Organtypisches Verhalten des Aktionärs
 - b. Relative Gleichbehandlung in der Information nach Aktienrecht
 - c. Strengeres kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsprinzip

IV. Informationspolitik gegenüber grösseren Aktionären

1. **Erläuterung, Vertiefung und Verdichtung von Informationen**
2. **Kein privilegierter Informationsstatus**
3. **Informationsprivilegien für ehemalige Verwaltungsratsmitglieder?**

V. Schlussbemerkung

I. Einleitung

Der ursprünglich von den USA ausgehende «*shareholder activism*»¹ wollte zum Teil grösseren Aktionären eine Sonderrolle zuerkennen; durch ihr über die Kleinaktionäre weit hinaus gehendes Gewicht sollten sie massgeblich zu einer wirkungsvolleren Überwachung des Managements beitragen. Entsprechend müssen die Grossaktionäre – nach diesen Vorstellungen – dann aber auch von der Gesellschaft, damit sie diesen Einfluss sachgemäss und zeitgerecht ausüben können, *zusätzliche und vertiefte Informationen* erhalten.

Der Gedanke, Grossaktionäre spielten, auch wenn sie an einer Publikumsgesellschaft ihre massgebende Beteiligung halten, eine rechtlich zu würdigende besondere Rolle und hätten daher einen Anspruch auf bessere Information, ist auch in der Schweiz recht weit verbreitet; freilich weniger als Postulat des «*shareholder activism*» denn als Konsequenz aus dem Phänomen der stimmenmässig auch nach Jahrzehnten noch von Gründerfamilien beherrschten kotierten Gesellschaften². Diese öfters als «*unechte*» Publi-

¹ Typisch für diese Strömung *Craig Mackenzie*, *The Shareholders Action Handbook*, Newcastle upon Tyne 1993, 48/9; vgl. auch *Bernard S. Black*, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, in: Peter Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, New York 1998.

² Stark in diese Richtung tendieren vor allem *Rolf Watter*, *Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht*, AJP 2 (1993) 117 ff., 121; *Karl Hofstetter*, *Die Gleichbehand-*

kumgesellschaften bezeichneten Unternehmen³ – an der Schweizer Börse sind sie bekanntlich breit vertreten – würden dementsprechend einer besonderen Regel unterstehen. Andere Autoren dagegen betonen die Absolutheit der Gleichbehandlung bei der Information⁴.

Der vorliegende Beitrag widmet sich der Frage, wie eine die Grossaktionäre besonders behandelnde Informationspolitik unter rechtlichen Gesichtspunkten zu beurteilen ist. Es ist angezeigt, dem Problem nicht nur im gesellschaftsrechtlichen, sondern auch im *kapitalmarktrechtlichen* Kontext nachzugehen, da, sobald die Aktien börsenkotiert sind, das börsenrechtliche Informationsrecht eine bestimmende Rolle spielt.

II. Informationsrechte und -möglichkeiten des Aktionärs

1. Aktienrechtliches Informationskonzept

Das geltende *Aktienrecht* ist – es sei von Anfang an betont – bei der Versorgung der Aktionäre mit unternehmensrelevanten Informationen nach wie vor zurückhaltend. Es verlegt, immer noch nach dem Konzept von 1881⁵, die Informationsvermittlung an den Aktionär fast ausschliesslich⁶ in das Vorfeld der Generalversammlung und in ihren Ablauf. Um den unterschiedlichen Situationen und Aktionärsbedürfnissen Rechnung tragen zu können, ist mit der

lung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 68 (1996) 222 ff., 228/29; Markus Ruffner, Aktive Grossaktionäre: Neue Herausforderungen für das Aktienrecht?, in: Andreas Kellerhals (Hrsg.), Aktuelle Fragen zum Wirtschaftsrecht, Zürich 1995, 233 ff., 236, ders., Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, 264; Urs Brügger, Braucht die Schweiz eine eigene Corporate Governance-Regelung?, in: Siegwart/Mahari (Hrsg.), Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Basel 2002, 759 ff., 768. Zurückhaltend Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 3. A. Zürich 2004, § 13 N. 703; Göcmen/Meyer, Mehr Wert dank Eigentümer-Unternehmern, Grossaktionäre bringen «ihre» Unternehmen voran, NZZ Nr. 148 vom 29. Juni 2004, 25.

³ So z.B. Peter Forstmoser, Good Governance und Transparenz, in: Wege aus der Vertrauenskrise, Frankfurt am Main 2003, 115 ff., 125.

⁴ Namentlich Peter V. Kunz, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 8 N. 78 (mit Hinweisen auf Claire Huguenin Jacobs, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil. Zürich 1994, 244).

⁵ Art. 696 und 697 OR 1881.

⁶ Eine echte singuläre Ausnahme findet sich in Art. 716b Abs. 2 Satz 2 OR.

Aktienrechtsrevision von 1991 ein *dreistufiges Informationskonzept* im Gesetz verankert worden, das hier einleitend zu skizzieren ist⁷:

- (i) Art. 696 OR verpflichtet die Aktiengesellschaft, den Aktionären im Hinblick auf die Generalversammlung in der Form des *Geschäftsberichts* die wichtigsten Daten zum Unternehmen und zu dessen Ergebnissen in der vergangenen Periode *proaktiv* zur Verfügung zu stellen;
- (ii) Art. 697 OR räumt dem Aktionär – wiederum im Zusammenhang mit der Generalversammlung – durchsetzbare Ansprüche auf weitere Informationen ein, die er aus eigener Initiative verlangt und die ihm unter gewissen Vorbehalten⁸ zu gewähren sind, wenn sie für die Ausübung seiner Rechte relevant sind. Dazu gehören alle Angaben, die einen erheblichen Einfluss auf die Beurteilung der wirtschaftlichen und finanziellen Lage der Gesellschaft haben können, ebenso wie Auskünfte, die für den Verkauf der Aktien nötig sind⁹. Dabei gilt, dass ein Aktionär fundierte Auskunft nur erwarten darf, wenn er Detailfragen vorher schriftlich einreicht¹⁰. Die Gesellschaft verhält sich in diesem Bereich *reaktiv*; sie muss nur tätig werden, wenn Aktionäre dies verlangen. Dieses zweite Tor ist während elf von zwölf Monaten für den Aktionär geschlossen. Der Aktionär erfährt nichts über seine Gesellschaft, falls nicht das Börsenrecht eingreift, bis wieder die nächste Generalversammlung naht;

⁷ Peter Forstmoser, Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs, in: Jean Nicolas Druey (Hrsg.), Rechtsfragen um die Generalversammlung, Zürich 1997, 86 ff., 89; Peter V. Kunz, Das Informationsrecht des Aktionärs in der Generalversammlung, AJP 10 (2001) 883. Hier nicht besonders erwähnt wird das reine Hilfsfunktionen erfüllende Recht auf Einsicht in das Protokoll der Generalversammlung, Art. 702 Abs. 3 OR.

⁸ Art. 697 Abs. 2 Satz 2 OR, «Sie kann verweigert werden, wenn durch sie Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdige Interessen der Gesellschaft gefährdet werden».

⁹ Vgl. Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 40 N. 193; Peter V. Kunz (FN 4) § 12 N. 26 ff.; Rolf H. Weber, in: Honsell/Vogt/Wiegand, BSK, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 2. A. Basel 2002, Art. 697 N. 6/7; Rolf Watter, Informationsversorgung des Aktionärs, insbesondere die SWX-Richtlinie betr. Information zur Corporate Governance, in: Christoph B. Bühler (Hrsg.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern 2003, 33 ff., 38; Peter Böckli (FN 2) § 12 N. 152.

¹⁰ Vgl. Peter V. Kunz (FN 4) 827 und (FN 7) 888 mit Verweisungen; Rolf Watter (FN 9) 37.

- (iii) Das in Art. 697a ff. OR verankerte Recht auf Einleitung einer *Sonderprüfung* soll es dem Aktionär schliesslich erlauben – wenn er gewichtig genug ist oder die nötige Anzahl Gesinnungsgenossen zu mobilisieren vermag –, im Hinblick auf die Anstrengung einer Verantwortlichkeitsklage, Tatsachenfragen auch gegen den Willen der Mehrheit der Generalversammlung von einem Experten abklären zu lassen¹¹. Auch dieses Recht kann nur an einer Generalversammlung ausgeübt werden.

Schliesslich kann es einem Aktionär im Zusammenhang mit *Anfechtungs- oder Verantwortlichkeitsklagen* in Ausnahmefällen gelingen, mittels prozessualer Editionsspflichten an Informationen zu gelangen, die ihm normalerweise nicht zugänglich sind. Ähnlich kann es ausgehen, wenn es ihm gelingt, in einem Prozess durch substantiierte Behauptungen die Beweislast faktisch umzukehren, indem das Unternehmen gezwungen wird, interne Dokumente vorzulegen, nur um zu belegen, dass eine bestimmte Behauptung des Aktionärs falsch ist.

2. Kapitalmarktrechtliche Informationsmöglichkeiten des Aktionärs

Die Informationslage des Aktionärs einer Publikumsgesellschaft wird durch die *kapitalmarktrechtlichen* Informationspflichten nun aber wesentlich ergänzt und verbessert¹². Im Gegensatz zum Aktienrecht setzt das Kapitalmarktrecht vor allem auf sofortige und allgemeine Veröffentlichung von Information, beispielsweise via Pressemitteilungen, Zeitungsinseraten und/oder das Internet:

- (i) *Zwischenberichterstattung*: Art. 64 KR bestimmt, dass der Emittent jährlich seinen Geschäftsbericht samt Bericht der Revisionsorgane veröffentlichen muss. Art. 65 KR gibt den Investoren zudem ein Recht auf Veröffentlichung eines (nicht revidierten) Halbjahresab-

¹¹ René Schwarzenbach, Die Sonderprüfung und Fact-Finding-Gutachten im Hinblick auf die Verantwortlichkeit, in: Christoph B. Bühler (Hrsg.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern 2003, 67 ff.; Rolf H. Weber (FN 9) Art. 697a N. 1 ff.

¹² Vgl. Peter V. Kunz (FN 7) 886; Daniel Lengauer, Was brachte das Börsengesetz als Ergänzung zum Aktienrecht dem Aktionär?, ST 74 (2002) 469 ff.; Christoph B. Bühler, Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern 2003, V; Peter Böckli (FN 2) § 13 N. 700.

schluss, womit die minimale «Informationsfrequenz» des Aktienrechts verdoppelt wird. Viele Firmen sind inzwischen auf freiwilliger Basis sogar dazu übergegangen, Quartalszahlen bekannt zu geben¹³.

- (ii) *Ad hoc-Publizität*: Nebst den Regeln zum Inhalt des Prospektes¹⁴ enthält das Kotierungsreglement als heute vielleicht wichtigste Vorschrift eine ereignisbezogene *ad hoc-Bekanntgabepflicht*. Art. 72 KR¹⁵ schreibt vor, dass der Emittent ab dem Tag des Börsengangs den Markt über sämtliche erheblich kursrelevanten Tatsachen, welche in seinen Tätigkeitsbereich eingetreten sind und nicht öffentlich bekannt sind, informieren muss. Der Emittent kann die Bekanntgabe einer kursrelevanten Information nur hinausschieben, wenn die neue Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht und deren Verbreitung geeignet ist, seine berechtigten Interessen zu beeinträchtigen¹⁶. Diesfalls muss der Emittent die umfassende Vertraulichkeit dieser Tatsache gewährleisten. Ziel ist es, Insidergeschäfte im Sinne von Art. 161 StGB einzudämmen, die Gleichbehandlung der Anleger zu sichern sowie die Effizienz des Kapitalmarktes zu verbessern¹⁷.
- (iii) *Information zur Corporate Governance*: Die Stellung des (Publikums-) Aktionärs im Bereich der Informationsrechte ist ferner durch die SWX-Richtlinie betreffend Information zur Corporate Governance (RLCG) vom 17. April 2002 verbessert worden. Zweck der RLCG ist es, Investo-

¹³ Die Vorschriften von Art. 67 und 60 KR garantieren den Kapitalmarktteilnehmern die Einhaltung eines Minimalstandards (seit 1. Januar 2005 IFRS/IAS); vgl. *Rolf Watter*, in: *Vogt/Watter* (Hrsg.), *Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht*, BEHG, AFG, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis}, 305^{ter} StGB, Basel 1999, Art. 16 N. 15, *ders.* (FN 9) 40; *Peter Böckli* (FN 2) § 7 N. 41 ff.; *Huber/Hodel/Staub Gierow*, *Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange*, Zürich 2004, 336 ff.

¹⁴ Art. 32 ff. KR; vgl. *Peter Nobel*, *Schweizerisches Finanzmarktrecht*, 2. A. Bern 2004, § 11 N. 149; *Zobl/Kramer*, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Zürich 2004, N. 1109 ff.; *Peter Böckli* (FN 2) § 7 N. 20.

¹⁵ In der revidierten und am 1. Juli 2005 in Kraft tretenden Fassung. Vgl. auch die erläuternde Richtlinie der Schweizer Börse SWX betreffend *Ad hoc-Publizität* (RLAhP) vom 30. September 2004.

¹⁶ Art. 72 Abs. 2 KR.

¹⁷ Vgl. statt vieler *Peter Nobel* (FN 14) § 11 N. 168 ff.; *Huber/Hodel/Staub Gierow* (FN 13) 354 ff.; *Zobl/Kramer* (FN 14) N. 265 ff.; *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 2003, 87 ff.; *ders.* (FN 2) § 7 N. 86 mit weiteren Hinweisen.

ren Schlüsselinformationen zur Corporate Governance von Emittenten zugänglich zu machen. Die RLCG erzeugt hinsichtlich der Entschädigungen, Beteiligungen und Kredite der Spitzenorgane einen unmittelbar wirksamen Befolgungszwang und, für die übrigen Bereiche der Transparenz, über das sog. «*comply or explain*»-Prinzip¹⁸, einen indirekten Druck zu seiner Befolgung¹⁹.

Am 23. Juni 2004 hat der Bundesrat basierend auf dem Zwischenbericht der von ihm eingesetzten Arbeitsgruppe «Corporate Governance» sodann die Botschaft zur Verankerung einer Bestimmung im Gesetz verabschiedet, wonach börsenkotierte Gesellschaften Vergütungen und Beteiligungen der Mitglieder von Verwaltungsräten und der Geschäftsleitung offen legen sollen²⁰. Auch der *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* (SCBP) hat die Wirkung, wenn auch ohne begleitenden Zwang, die Informationsfreudigkeit der kotierten Gesellschaften zu fördern²¹.

- (iv) Die Zulassungsstelle der SWX Swiss Exchange hat zudem am 20. Oktober 2003 beschlossen, eine Pflicht zur *Offenlegung von Management-Transaktionen* in das Kotierungsreglement aufzunehmen, die in überarbeiteter Form am 1. Juli 2005 in Kraft tritt²². Zu melden sind Transaktionen, welche das Vermögen des Managements direkt oder indi-

¹⁸ Sieht der Emittent von der Offenlegung bestimmter Informationen ab, so ist dies im Geschäftsbericht einzeln und substantiell zu begründen.

¹⁹ RLCG (2002) Ziff. 7. Die Angaben über Organentschädigungen und -kredite sind demgegenüber obligatorisch. Vgl. *Rolf Watter* (FN 9) 33 ff.; *Peter Böckli* (FN 2) § 7 N. 33 ff. und § 14 N. 229 ff.

²⁰ Vgl. Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Transparenz betreffend Vergütungen an Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung) vom 23. Juni 2004, BBl 2004 4471. Zu beachten ist, dass eine Offenlegung von Organentschädigungen und -krediten bereits in der Informationsrichtlinie der SWX obligatorisch vorgeschrieben ist.

²¹ Vgl. *Peter Forstmoser*, Corporate Governance in der Schweiz – besser als ihr Ruf, in: Corporate Governance, Symposium zum 80. Geburtstag von Arthur Meier-Hayoz, Forstmoser/von der Crone/Weber/Zobl (Hrsg.), Zürich 2002, 15 ff.; *Gion Giger*, Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 2003, 71; *Peter Nobel* (FN 14) § 11 N. 37 ff.; *Peter Böckli* (FN 2) § 14 N. 201 und 247 ff.

²² Vgl. Kotierungsreglement Revision Art. 74a und 81 KR, revidiert gemäss Beschluss der Zulassungsstelle vom 20. Oktober 2003, und Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen (RLMT) gemäss Beschluss vom 7. Januar 2005. Vgl. *Peter Nobel* (FN 14) § 11 N. 48 ff.

rekt betreffen oder massgeblich auf dessen Willensentscheid beruhen. Überschreitet der Gesamtwert dieser Transaktionen einer meldepflichtigen Person CHF 100 000.– pro Kalendermonat, so wird die betreffende Meldung veröffentlicht.

- (v) *Offenlegung von Beteiligungen*: Das Börsengesetz²³ verlangt von bedeutenden Aktionären oder Aktionärsgruppen schliesslich die Offenlegung bei der Über- oder Unterschreitung der «*Meldeschwellen*»²⁴. Zweck der Offenlegung ist die Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, indem wichtige Marktteilnehmer gezwungen werden, bestimmte Eckpunkte über die Konzentration ihrer Investition auf eine einzelne börsenkotierte Gesellschaft und namentlich einen erheblichen Auf- oder Abbau dieser Investition zu veröffentlichen²⁵.

3. Grenzen der Informationsvermittlung an Aktionäre

- a) *Geschäftsgeheimnisse und «andere schutzwürdige Interessen der Gesellschaft»*

Der Anspruch auf Information bildet eine *Grundvoraussetzung*, damit die Aktionäre ihre Rechte überhaupt geltend machen können. Diesem legitimen Informationsinteresse des Aktionärs steht das berechtigte Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft gegenüber. Der *Interessenkonflikt* rührt daher, dass der Aktionär nach herrschender Lehre weder einer Treue- noch einer Verschwiegenheitspflicht unterliegt, der ein durchsetzbares subjektives Recht der Gesellschaft oder der Mitaktionäre gegenüberstehen würde. Er ist somit nicht gehalten, die ihm zugekommenen Informationen vertraulich zu behandeln. Dies ist aus der Vorschrift in Art. 680 Abs. 1 OR abzuleiten, wonach der Aktionär auch durch die Statuten nicht verpflichtet werden kann, mehr zu leisten als den für den Bezug einer Aktie bei ihrer Ausgabe festgesetzten Betrag²⁶.

²³ Art. 20 Abs. 1 BEHG.

²⁴ Nämlich 5%, 10%, 20%, 33¹/₃%, 50% und 66²/₃%.

²⁵ Vgl. *Rolf H. Weber*, in: Vogt/Watter (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, BEHG, AFG, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis}, 305^{ter} StGB, Basel 1999, Art. 20 N. 1; *Peter Nobel* (FN 14) § 11 N. 249 ff.; *Peter Böckli* (FN 2) § 7 N. 51 ff. – Eine verschärfte Offenlegungspflicht gilt während der Dauer eines Übernahmeverfahrens, Art. 31 BEHG und Art. 37 ff. UEV-UEK.

²⁶ Vgl. *Jean Nicolas Druey*, Information contra Geheimnisschutz – Abwägung im Einzelfall?, SAG 56 (1984) 104 ff.; *Peter Kurer*, in: Honsell/Vogt/Wiegand, BSK, Obli-

Der Gesetzgeber hat 1936 – ohne neue Abwägung bei der Reform von 1991 – diesen Interessenkonflikt zwischen Aktionär und Gesellschaft grundsätzlich zugunsten der Gesellschaft entschieden: Auskünfte an Aktionäre können verweigert werden, «wenn durch sie Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdige Interessen der Gesellschaft gefährdet werden»²⁷, und Einsicht in die Geschäftsunterlagen ist dem Aktionär nur «unter Wahrung der Geschäftsgeheimnisse» zu gewähren²⁸.

Was als «*geheim*» zu betrachten ist, unterliegt einem ständigen Wandel. Die Tendenz der letzten Jahre hat indessen mehr und mehr zu einer Verkleinerung des «*geheimen*» Bereichs geführt. Dies zeigt sich beispielsweise an der Neueinschätzung der Frage einer Offenlegung der Löhne der Topmanager, die man bis vor wenigen Jahren als «*geheim*» betrachtet hatte²⁹. Insgesamt tendieren die jüngere Literatur und Rechtsprechung zu einer *Einschränkung* des Rechts des Verwaltungsrates, Auskünfte unter Berufung auf entgegenstehende Interessen der Gesellschaft zu verweigern³⁰. Generell ist festzuhalten, dass heutzutage zumindest für grössere, kotierte Gesellschaften eine Berufung auf Geschäftsgeheimnisse nur noch im eigentlichen Bereich von sensitiven Daten (z.B. Kunden, Produktemargen oder Produktionsprozesse betreffend) möglich ist. Es geht um jenen *Kern* der Geschäftsgeheimnisse, die der Gesellschaft im Wettbewerb einen Vorsprung sichern. In anderen Bereichen (z.B. Kaderlöhne oder Steuersätze) haben die «*peer pressure*» und der Mediendruck zu immer grösserer Offenheit geführt³¹.

gationenrecht II, Art. 530–1186, 2. A. Basel 2002, Art. 680 N. 7; *Meier-Hayoz/Forstmoser*; Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 9.A. Bern 2004, § 3 N. 22 und § 16 N. 124; *Forstmoser/Peyer*, Entwicklungen im Gesellschaftsrecht, SJZ 100 (2004) 517 ff.; *Peter Böckli* (FN 2) § 1 13/14; BGE 91 II 302, 105 II 128 und zuletzt BGer Urteil 4C.143/2003.

²⁷ Art. 697 Abs. 2 OR.

²⁸ Art. 697 Abs. 3 OR. Die Geheimhaltungspflicht des Verwaltungsrates ist Ausfluss der aktienrechtlichen Treuepflicht (Art. 717 Abs. 1 OR); vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (FN 9) § 28 N 40.

²⁹ Vgl. *Peter V. Kunz* (FN 7) 889/90; *Rolf Watter* (FN 9) 41.

³⁰ Vgl. *Georg Krneta*, Praxiskommentar Verwaltungsrat, Bern 2001, N. 942 ff.; *Martin Wernli*, in: Honsell/ Vogt/Wiegand (Hrsg.), BSK, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 2.A. Basel 2002, Art. 715a N. 5; *Rolf Watter*, in: Honsell/ Vogt/Wiegand (Hrsg.), BSK, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 2. A. Basel 2002, Art. 717 N. 20; *Rolf H. Weber* (FN 9) Art. 697 N. 15; *Peter Böckli* (FN 2) § 12 N. 157; *Tercier/Stoffel*, Das Gesellschaftsrecht 2003/2004, 420 ff., 421; Urteil des Bundesgerichts vom 4. Juni 2003 in: Pra (2004) 390 ff.

³¹ *Rolf Watter* (FN 9) 42; vgl. auch *Rolf H. Weber* (FN 9) Art. 697 N. 8; *Peter V. Kunz* (FN 7) 887.

b) Gleichbehandlungsgebot

Art. 717 Abs. 2 OR schreibt vor, dass der Verwaltungsrat die Aktionäre *unter gleichen Voraussetzungen* gleich zu behandeln hat³². Damit erlaubt es das Gesetz, verschiedene Aktionärskategorien nach angemessener *sachlicher Differenzierung* verschieden zu behandeln.

In Bezug auf die *Informationsvermittlung* ist die herrschende Meinung³³ vor allem bei nicht kotierten Gesellschaften gegenüber einer differenzierten Behandlung der Aktionäre so lange relativ offen eingestellt, als keine *kurs-sensitiven* Daten weitergegeben werden. Andernfalls lautet die Regel, dass die «heisse» Information an alle Aktionäre weiterzugeben ist oder auf die privilegierte Information Einzelner zu verzichten ist, d.h. es gilt ein «*release or abstain*»-Prinzip. Für diese Regel fehlt aber, da ja das Insiderstrafrecht im Bereich nicht kotierter Gesellschaften keine Anwendung findet, bisher eine Rechtsprechung.

Bei *kotierten Gesellschaften* gilt das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, das mindestens bei den kursrelevanten Informationen ein «*level playing field*» gewährleisten will und insofern strenger ist als das rein körperschaftsrechtliche³⁴. Diese Abstufung in der Strenge gegenüber der gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlung fand jüngst einen deutlichen Ausdruck in der Revision der Vorschrift über die Ad hoc-Publizität: nach Art. 72 Abs. 4 des Kotierungsreglements ist die Gleichbehandlung in der Information nicht mehr «möglichst», sondern schlicht als solche zu gewährleisten³⁵. Problematisch daran ist allerdings, dass zwischen der kurssensitiven und der nicht sensitiven Information keine eindeutige Trennlinie besteht; nebst Fällen, in denen das eine oder andere klar gegeben ist, besteht ein Graubereich³⁶. Immerhin ist gerade die *typische* kursrelevante Information ohne weiteres erkennbar: so etwa die bevorstehende Unternehmensverbindung, eine Aktienemission, ein Gewinneinbruch oder eine Dividendenkürzung, der überr-

³² Gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR besteht dieser Anspruch nicht nur mit Bezug auf die Tätigkeit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, sondern auch hinsichtlich der Beschlüsse der Generalversammlung.

³³ Vgl. *Karl Hofstetter* (FN 2) 228 ff.; *Peter Forstmoser* (FN 7) 106 ff.; *Rolf H. Weber* (FN 9) Art. 697 N. 6; *Christoph B. Bühler*, Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Zürich 2003, 17; *Peter Böckli* (FN 2) § 13 N. 694 ff.

³⁴ Vgl. *Peter V. Kunz* (FN 4) § 8 N. 78; *Karl Hofstetter* (FN 2) 224.

³⁵ Revision von Art. 72 KR, gemäss Beschluss der Zulassungsstelle vom 30. September 2004, in Kraft tretend am 1. Juli 2005.

³⁶ Vgl. *Rolf Watter* (FN 9) 42.

schende Wechsel an der Spitze; gravierende Verfehlungen von Organmitgliedern oder die Notwendigkeit einer Bilanzberichtigung.

Ein Teil der Lehre vertritt nun jedoch die Auffassung, dass im Bereich der Informationsrechte nicht nur hinsichtlich der kursrelevanten, sondern *aller* Informationen ein *absolutes* Gebot der Gleichbehandlung gelte. Danach ist eine Differenzierung jeglicher Art, also auch im Bereich der schon bekannten Tatsachen eine bloss erläuternde und vertiefende Information an einzelne Aktionäre, verboten³⁷. Auf diesen Meinungsstreit ist im konkreten Zusammenhang der Informationsvermittlung an grössere Aktionäre näher einzugehen.

c) *Nach Art. 161 und 162 StGB sensitive Informationen*

Art. 161 StGB (Gesetzesmarginale «Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen») stellt schliesslich die Weitergabe von *kursrelevanten Wissensvorsprüngen* durch Mitglieder des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung an Dritte nach präzisen objektiven und subjektiven Tatbestandsvoraussetzungen unter Strafe. Obwohl die problematische Ziff. 3 des Art. 161 StGB sachwidrig den Anwendungsbereich einengt und nach Auffassung der Verfasser ersatzlos gestrichen werden sollte³⁸, bleibt es vorläufig dabei, dass nur *spezifische Arten* von Wissensvorsprüngen, welche Emissions- und Fusionssachverhalte betreffen, zur Strafbarkeit der Weitergabe von «heissen» Gesellschaftsinterna führen können. Demgegenüber sind etwa Gewinnwarnungen, auch wenn sie geradezu verheerende Kurseinbrüche auslösen und ein vorausgehender «Notverkauf» des Insiders äusserst stossend ist, vom Strafbarkeitsbereich völlig ausgeschlossen. Ein grosser Teil der an sich ebenfalls kursrelevanten Informationen fällt somit gegenwärtig nicht unter das Strafrecht. Auch das bloss fahrlässige Ausplaudern einer Insidertatsache wird übrigens im Schweizer Strafrecht nicht erfasst.

Nur am Rande zu erwähnen ist im vorliegenden Zusammenhang sodann Art. 162 StGB, der auch *Geschäftsgeheimnisse im engeren Sinne* unter strafrechtlichen Schutz stellt.

³⁷ *Claire Huguenin Jacobs* (FN 4) 38/38; *Peter V. Kunz* (FN 4) §8 N. 73 ff.; in gewissem Sinne offenbar auch *Forsmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (FN 9) § 39 N. 73.

³⁸ Vgl. *Peter Böckli* (FN 17) 110 ff.; der Bundesrat empfiehlt jetzt effektiv diese ersatzlose Streichung, wodurch der Insidertatbestand wesentlich griffiger werden dürfte; vgl. Botschaftsentwurf für die Vernehmlassung zu einem Bundesgesetz über die Umsetzung der revidierten Empfehlungen des «Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux» vom 13. Januar 2005, 2.

III. Zulässigkeit von Zusatzinformationen an grössere Aktionäre

Vor diesem aktien- und kapitalmarktrechtlichen Hintergrund ist der Frage nachzugehen, inwieweit der Verwaltungsrat *grössere Aktionäre* mit zusätzlichen und vertieften Informationen bedienen darf, ohne dass die Grenzen der Informationsvermittlung überschritten werden.

In der Literatur wird in diesem Zusammenhang die Informationspolitik gegenüber «*Gross- und Mehrheitsaktionären*»³⁹ oder «*grösseren Aktionären*»⁴⁰ diskutiert. Alle anvisierten Aktionärskategorien haben gemeinsam, dass sie einen *bedeutenden* und meist auch auf *längere Sicht* ausgerichteten Einfluss auf die Gesellschaft ausüben. Als Richtwert ist auf die gesetzliche Definition in Art. 663c Abs. 2 OR abzustellen, wonach Aktionäre und *stimmrechtsverbundene Aktionärgruppen*, deren Beteiligung 5% aller Stimmrechte übersteigt, als «bedeutend» gelten.

1. Ein Blick auf den heutigen Meinungsstand

Bei der Frage nach der Zulässigkeit der selektiven Weitergabe von Zusatzinformationen an grössere Aktionäre handelt es sich um ein in der Lehre *kontrovers* diskutiertes Thema. Die Autoren haben sich grundsätzlich in zwei Lager gespalten, deren unterschiedliche Haltung letztlich auf die Frage nach der Anwendung der relativen oder der absoluten Gleichbehandlung von Aktionären in der Information zurückgeführt werden kann.

a) Argumente der Befürworter eines Informationsprivilegs

*Peter Forstmoser*⁴¹ erklärt zunächst, eine «Privilegierung» bei der Informationsversorgung von Hauptaktionären sei insbesondere im Lichte der aktienrechtlichen Gleichbehandlungspflicht «problematisch», denn anders als bei den Vermögensrechten gebe es mit Bezug auf die Informationsrechte «keine Abstufung entsprechend der Kapitalbeteiligung», sondern jeder Aktionär habe grundsätzlich dieselben Informationsrechte. Er betont aber gleichzeitig die Relativität der Gleichbehandlungspflicht gemäss Art. 717 Abs. 2 OR, die nur «unter gleichen Voraussetzungen» besteht. «Besondere

³⁹ *Karl Hofstetter* (FN 2) 228 ff.

⁴⁰ *Peter Böckli* (FN 2) § 13 N. 700.

⁴¹ *Peter Forstmoser* (FN 7) 106/07.

Umstände», wie beispielsweise die Situation eines Grossanlegers, welcher sich nicht so leicht von seinem Aktienpaket trennen kann, oder das Eigeninteresse der Gesellschaft, könnten daher zusätzliche Informationen an Grossaktionäre *rechtfertigen*. In die gleiche Richtung argumentieren auch *Rolf H. Weber*⁴² und *Felix Horber*⁴³.

Noch bedeutend weiter geht *Karl Hofstetter*, der basierend auf einem ökonomischen Ansatz eine «Intensivierung der Kommunikation mit einem konstruktiven Grossaktionär» dann zulassen will, «wenn sie plausibel eine Mehrung des langfristigen Unternehmenswertes versprechen und die anvisierte Unternehmenswertsteigerung nicht ebenso gut mittels einer Gleichbehandlung aller Aktionäre realisiert werden kann»⁴⁴. Er verweist darauf, dass es der Gesellschaft aufgrund der durch Grossaktionäre gewährleisteten stabilen Aktionärsstruktur möglich ist, ihre Politik längerfristig auszurichten. Aufgrund der Kontrollfunktion, welche ein Grossaktionär gegenüber dem Verwaltungsrat innehatte, komme die Privilegierung letztlich auch den Minderheitsaktionären zugute.

Rolf Watter möchte die Weitergabe von «Informationen höherer Qualität» an Grossinvestoren von der Auferlegung einer *Geheimhaltungspflicht* abhängig machen. Eine selektive Information solle grundsätzlich dann möglich sein, wenn dafür ein Unternehmensinteresse bestehe und die Gesellschaft sicherstellen könne, dass der Empfänger, i.e. die Grossaktionärsgruppe, die Information nicht zum Handel von Wertschriften verwendet, solange sie noch nicht ganz allgemein zugänglich ist⁴⁵.

b) Argumente der Gegner eines Informationsprivilegs

Peter V. Kunz ist wohl der stärkste Verfechter der *absoluten Gleichbehandlung*. Er lehnt es ab, ein «quantitatives Moment» im Hinblick auf den Informationsfluss als zulässiges Kriterium für eine selektive Weitergabe von Informationen zu betrachten⁴⁶. Für eine solche Praxis finde sich weder im Gesetz noch in der Rechtsprechung eine Grundlage. Zudem führe eine solche Privilegierung zwangsläufig zu erheblichen praktischen Problemen und un-

⁴² *Rolf H. Weber* (FN 9) Art. 697 N. 6.

⁴³ *Felix Horber*, Die Informationsrechte des Aktionärs, Zürich 1995, 864 mit Verweis auf die einschlägigen Bundesgerichtsentscheide, welche sich jedoch alle auf Art. 706 OR beziehen.

⁴⁴ *Karl Hofstetter* (FN 2) 230.

⁴⁵ *Rolf Watter* (FN 2) 121 und (FN 9) 44; so auch *Urs Brügger* (FN 2) 768.

⁴⁶ *Peter V. Kunz* (FN 4) § 8 N. 77.

haltbaren Rechtsunsicherheiten darüber, wer als «grösserer Aktionär» zu qualifizieren sei⁴⁷.

Eine ähnlich restriktive Haltung nahm schon viel früher *Claire Huguenin* ein. Sie hält dafür, dass «sowohl bezüglich der periodischen wie auch der punktuellen, der obligatorischen und der freiwilligen Informationsabgabe» das absolute Gleichbehandlungsgebot gelte. Der Verwaltungsrat habe daher seine Informationspflichten in einer Weise wahrzunehmen, dass dadurch nicht bei einzelnen Aktionären Wissensvorsprünge entstünden. Solche Wissensvorsprünge seien mit dem Gleichbehandlungsprinzip unvereinbar, «weil sie der unlauteren Realisierung von Sondervorteilen sowie der Bildung von Machtpositionen dienen können»⁴⁸.

Auch *Eric Homburger* spricht sich gegen jede Sonderbehandlung grösserer Aktionäre in der Informationsvermittlung aus. Die Berücksichtigung der zwar faktisch gegebenen Unterschiede beim Umfang des Stimmrechts widerspreche der Struktur der AG⁴⁹.

2. Eigene Beurteilung

a) Organtypisches Verhalten des Aktionärs

In der Praxis beschränkt sich ein *Grossaktionär*, der mit einem Begehren um frühere und weiter gehende Informationen auf den Verwaltungsrat zukommt, häufig keineswegs auf eine gewissermassen passive Wissbegierde. Das Bedürfnis, Macht und Einfluss auszuüben, ist dann unauflösbar mit der Aufforderung zur Sonderinformation verknüpft. Neben den erwähnten Grenzen der Informationsvermittlung an Aktionäre ist daher auch das Phänomen des in die Gesellschaft direkt hineinwirkenden Grossaktionärs zu berücksichtigen. Die rechtliche Grenze liegt auf jeden Fall dort, wo der Grossaktionär die Stellung eines faktischen Organs für sich beansprucht. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts sind «*faktische Organe*» Personen, die tatsächlichen Organen vorbehaltene Entscheide treffen oder die eigentliche Geschäftsführung besorgen und so die Willensbildung der Gesellschaft massgebend mitbestimmen⁵⁰. Als Beeinflussung in diesem Sinne gilt jedoch

⁴⁷ *Peter V. Kunz* (FN 7) 897 f. und (FN 4) § 8 N. 73 ff.

⁴⁸ *Claire Huguenin Jacobs* (FN 4) 244.

⁴⁹ *Eric Homburger*; ZK, Obligationenrecht, Zürich 1997, N. 1114.

⁵⁰ BGE 104 II 197; 107 II 353 ff.; 108 V 199; 114 V 213; 114 V 78; 128 III 92 ff. und 128 III 29 ff.

nicht diejenige, welche sich auf die Ausübung der Mitgliedschaftsrechte in der Generalversammlung beschränkt⁵¹. Heikel ist vielmehr die Einmischung des Hauptaktionärs *ausserhalb* der Generalversammlung. Das rechtliche Problem trifft dann nicht nur den als Quasiorgan handelnden Gross- oder Hauptaktionär, sondern insbesondere auch den Verwaltungsrat respektive seine Mitglieder. Denn der als faktisches Organ handelnde Hauptaktionär und der «normal gewählte» Verwaltungsrat haften *solidarisch*, sofern die übrigen Voraussetzungen von Art. 754 OR gegeben sind. Das Bundesgericht hat immerhin festgehalten, dass eine «blosse Mithilfe bei der Entscheidung» nicht genüge, damit einer Person Organstellung zukomme (BGE 117 II 573). Nur wer an Entscheidungen in einer Weise mitwirkt, die wesentlich über die Vorbereitung und Grundlagenbeschaffung hinausgeht, kann faktisches Organ sein. Es geht um ein «*organtypisches*» Verhalten⁵².

Sollte ein Hauptaktionär im konkreten Einzelfall unter den dargelegten Gesichtspunkten als sog. *faktisches Organ* der Aktiengesellschaft qualifiziert werden – was zwar möglich, aber nicht unbesehen oder sogar automatisch anzunehmen ist –, unterstünde ein solcher Gesellschafter grundsätzlich der gesetzlichen Treuepflicht des Verwaltungsrates nach Art. 717 Abs. 1 OR⁵³. Rein als Aktionär dagegen, auch als bedeutender Aktionär, bestehen für ihn, wie erwähnt, keine gesetzlichen Treuepflichten; ein ausschliesslich quantitatives Moment begründet noch keine Treuepflicht⁵⁴, und was vor allem in der deutschen Literatur unter dem Stichwort «Treuepflicht der Aktionäre» erscheint, bezieht sich in Tat und Wahrheit weitgehend auf das Gebot eines Verhaltens nach Treu und Glauben und das Missbrauchsverbot.

Ein Grossaktionär, der zum *faktischen Organ* wird, begeht noch weitergehende Normverstösse: eine vom Wahlkörper nicht gewählte und im Handelsregister nicht eingetragene Person übernimmt organtypische Funktionen der Gesellschaft. Sie verstösst damit gegen die Hauptregel der Selbstverwaltung einer Kapitalgesellschaft. Ein ähnlicher Vorgang ist nur im Konzernverhältnis unter bestimmten Voraussetzungen rechtlich akzeptabel, nämlich

⁵¹ Vgl. *Andreas von Planta*, Die Haftung des Hauptaktionärs, Diss. Basel 1981, 83.

⁵² Dieser Begriff ist geprägt von *Peter Forstmoser*, Der Organbegriff im aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsrecht, in: Festschrift Arthur Meier-Hayoz, Bern 1982, 125 ff.

⁵³ Vgl. *Peter V. Kunz* (FN 4) § 8 N. 45; *Peter Böckli* (FN 2) § 13 N. 659.

⁵⁴ Zustimmend *Peter Forstmoser*, Die Gestaltungsfreiheit im schweizerischen Gesellschaftsrecht, ZGR Sonderheft 13 (1998) 254 ff.; *Peter V. Kunz* (FN 4) § 8 N. 44; anders *Rolf Watter* (FN 2) 124/25.

als Auswirkung der «einheitlichen Leitung» (so ausdrücklich das Gesetz in Art. 633e Abs. 1 OR) einer Obergesellschaft gegenüber einer Untergesellschaft. Im Falle organotypischen Eingreifens der Organe der Obergesellschaft im Bereich der Untergesellschaft handelt es sich aber immer um ein Wirken von *dort* ordnungsgemäss gewählten, im Handelsregister auch eingetragenen und als Konzernleitung legitimierten Organmitgliedern der oberen Ebene. Ausserhalb des Konzernverbundes jedoch ist die sog. faktische Organschaft unrechtmässig; der Verwaltungsrat darf sie nicht dulden, und der «verdeckte Verwaltungsrat» selbst macht sich verantwortlich⁵⁵.

Der Verwaltungsratspräsident einer Aktiengesellschaft ist dafür verantwortlich, dass in der Gesellschaft die «Unentziehbarkeit» der *Hauptaufgaben* gemäss Art. 716a Abs. 1 OR auch in der gelebten Wirklichkeit eingehalten wird. «Unentziehbar» heisst, dass die in Art. 716a OR genannten Kernaufgaben wirklich von den gewählten und im Handelsregister eingetragenen Mitgliedern des Verwaltungsrates – *und von niemandem anders* – ausgeübt werden. Die Unentziehbarkeit bezieht sich dabei gerade auf das Verbot der Abwanderung von Oberleitungs-, Organisations- und Personalentscheiden der höchsten Ebene⁵⁶ sowie deren Vorbereitung (Art. 716a Abs. 2 OR) «nach oben», d.h. auf die Ebene der bedeutenden Aktionäre. Wenn diese in den Oberleitungsfragen mitwirken wollen, bleibt ihnen nach Schweizer Aktienrecht nur ein rechtmässiger Weg: die Wahl eines ihr Vertrauen geniessenden Vertreters in den Verwaltungsrat. Nach der Wahl, die gemäss Art. 707 OR «ad personam» erfolgt, ist dann aber auch dieser sog. «Vertreter» wiederum an Art. 716a OR und die Schweigepflicht sowie das Verbot der Weitergabe von kursrelevanten Informationen auch gegenüber jenen, deren Vertrauen er besitzt und die sich durch ihn vertreten fühlen, rechtlich gebunden.

b) *Relative Gleichbehandlung in der Information nach Aktienrecht*

In der Annahme, die Grenze zur faktischen Organschaft sei *nicht* überschritten, ist die in Ziff. 8 des *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* (SCBP) zum Ausdruck kommende Empfehlung zu beachten. Danach hat sich der Verwaltungsrat auch zwischen den Generalversammlungen um den *Kontakt* mit den Aktionären zu bemühen und in der Informationsver-

⁵⁵ Vgl. *Harald Bärtschi*, Verantwortlichkeit im Aktienrecht, Diss. Zürich 2001, 101 ff.; *Stefan Hasenböhler*, Die Haftungsvoraussetzungen der Verantwortlichkeitsklage nach Art. 754 OR im Vergleich zum US-amerikanischen Recht, Basler Diss. Zürich 2003, 25/26; *Peter Böckli* (FN 2) § 13 N. 92, § 18 N. 109 und 141.

⁵⁶ Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1, Ziff. 2 und Ziff. 4 OR.

mittlung den gesetzlichen Gleichbehandlungsgrundsatz zu beachten. Ein Kontakt völlig ohne jede ergänzende und weiter helfende Information wäre ein Unding. Erteilt der Verwaltungsrat bestimmten Aktionären in der Zeitspanne zwischen den Generalversammlungen nun effektiv zusätzliche aktuelle Auskünfte, so muss er sich von sachgerechten Kriterien der Unterscheidung leiten lassen. Eine derartige Differenzierung ist unter aktienrechtlichen Gesichtspunkten, die bei einer nicht kotierten Gesellschaft allein bestimmend sind, grundsätzlich zulässig, wenn:

- (i) das *Interesse der Gesellschaft* es verlangt und
- (ii) die Anforderung des *sachlichen Grundes*, der *Erforderlichkeit* und des *Übermassverbots* eingehalten werden und
- (iii) *keine ungerechtfertigte Begünstigung oder Benachteiligung einer Gruppe* vorliegt⁵⁷.

Entscheidend ist dabei, dass das Interesse der *Gesellschaft* der bestimmende rechtliche Richtpunkt ist, nicht das partikuläre Interesse einer bedeutenden Aktionärsgruppe als solchen. Dieses Element wird öfters nicht richtig eingeschätzt.

c) *Strengeres kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsprinzip*

Bei einer *Publikumsgesellschaft* wird das in Art. 717 Abs. 2 OR statuierte *aktienrechtliche* Gleichbehandlungsprinzip vom *kapitalmarktrechtlichen* Gleichbehandlungsprinzip des Art. 1 BEHG überlagert. Dieses wird unbestrittener Massen *strenger* interpretiert als das aktienrechtliche. *Peter V. Kunz* scheint diese Ansicht zu teilen, indem er mit Verweis auf Art. 1 BEHG betont, dass die kapitalmarktrechtlichen Anforderungen an die Transparenz bei den Publikums-Aktiengesellschaften «erhöht» sind⁵⁸. Es ist auszugehen von der grossen «*Weggabelung*», der Unterscheidung zwischen kursrelevanten und nicht kursrelevanten Informationen. Wenn es um *kursrelevante Tatsachen* in einer kotierten Gesellschaft geht, stellt jeder erhebliche Wissensvorsprung gegenüber jenen, die diesen nicht haben, einen potenziellen Wert dar. Es dürfte dennoch zu weit gehen, deshalb geradezu von einem «*absoluten*» Gleichbehandlungsgebot im Kapitalmarktrecht zu sprechen⁵⁹. Es geht im

⁵⁷ Ähnlich *Rolf Watter* (FN 30) N. 23; *Claire Huguenin Jacobs* (FN 4) 192.

⁵⁸ *Peter V. Kunz* (FN 4) § 8 N 78.

⁵⁹ So auch noch ausdrücklich die Erläuterung der SWX von 1996 zur Bekanntgabepflicht bei kursrelevanten Tatsachen gemäss Art. 72 Abs. 4 des revidierten Kotierungsreglements (Ad hoc-Publizität), Zürich 1996, 6 Anm. 17: «Das «möglichst» soll bestätigen,

Kapitalmarktbereich nicht um die «absolute» Gleichbehandlung, wohl aber funktional um die Gewährleistung eines «level playing field» der Kapitalmarktteilnehmer. Eine Tendenz in Richtung eines strengeren Verständnisses des kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgebots ist dabei in der anglo-amerikanischen Praxis unübersehbar. So verlangt die erwähnte «Regulation FD» der SEC vom 23. Oktober 2000⁶⁰ eine Gleichbehandlung des gesamten Marktes, wobei moderne Kommunikationsmittel (Internet, Telefonkonferenzen, e-mail) dies ermöglichen sollen. In Annäherung an diese Praxis müssen die Emittenten nach den am 1. Juli 2005 in Kraft tretenden neuen Bestimmungen der SWX Swiss Exchange zur Ad hoc-Publizität auf ihrer Website künftig einen kostenlosen Mail-Dienst einrichten, damit interessierte Personen die Informationen zeitnah empfangen können («Push-System»). Mit ihrer Verbreitung ist jede Mitteilung auf der Website der Unternehmen aufzuschalten, wo sie während zweier Jahre abrufbar sein muss («Pull-System»)⁶¹. Es gilt die Regel: «Was du Einem sagst, musst du Allen sagen!»⁶².

Der Verwaltungsrat entgeht der Problematik von vornherein, wenn er die wesentlichen Punkte der zusätzlichen Information *unverzüglich allgemein zugänglich* macht. Dazu wird man wohl auch die heute sehr weitgehende Offenlegung von Gesellschafts-Interna nicht gegenüber einzelnen Analysten, sondern gegenüber einer *sehr weit gefassten* Gruppe von Analysespezialisten des Kapitalmarktes zählen dürfen, da diese ihre Informationen für beliebige Dritte aufbereiten und an einen weiten Kreis interessierter Personen weitergeben (sog. «Bereichsöffentlichkeit»). Gibt der Verwaltungsrat aber substantielle Informationen vertraulich nur an einen oder einzelne Analysten, Aktionäre oder eine bestimmte Aktionärsgruppe heraus, so wird die Sache sofort problematisch. Er wird insbesondere die vorerwähnten rechtlichen Rahmenbedingungen⁶³ strikte einhalten müssen⁶⁴.

dass eine absolute Gleichbehandlung nicht immer durchführbar ist.» Gl. M. *Marie von Fischer*, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement, Diss. Bern 1999, 118; *Martin Tauffer*, Allgemeine Bemerkungen über die Ad hoc-Publizitätsvorschrift nach Artikel 72 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse (SWX), AJP 9 (2000) 1120 ff., 1125; *Jürg Leu*, Die Rechtswidrigkeit von Informationsmängeln in der Ad hoc-Publizität nach dem Kotierungsreglement der Schweizer Börse, Diss. St. Gallen, Bamberg 2002, 75; *Christoph B. Bühler* (FN 33) 17.

⁶⁰ Securities Exchange Act Release 43, 154, 73 SEC Doc. 3 (2000). Vgl. *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation, New York 2004, 951 ff.

⁶¹ Richtlinie SWX betr. Ad hoc-Publizität (RLAhP) vom 30. September 2004, N. 8/9.

⁶² Vgl. dazu *Rolf Watter* (FN 9) 44.

⁶³ Vgl. vorne II. 3.

⁶⁴ Vgl. *Peter Nobel* (FN 14) § 11 N. 57.

IV. Informationspolitik gegenüber grösseren Aktionären

Es bleibt die Frage, inwieweit nun *grössere Aktionäre* unter Berufung gerade auf das Gesellschaftsrecht, auf die «*unterschiedlichen Voraussetzungen*» im Sinne von Art. 717 Abs. 2 OR, vom Verwaltungsrat mit zusätzlichen und vertieften Informationen bedient werden können. Dem ist sofort entgegen zu halten, dass im Kapitalmarktrecht nicht Art. 717 Abs. 2 OR den Massstab abgibt, sondern der Grundsatz des ebenen Spielfelds, der strenger ist und eigentliche «Ausnahmen», wie sie im Gesellschaftsrecht bei sachlicher Begründung denkbar sind, klar ausschliesst. Die wirklichkeitsfremde These dagegen, es sei in Bezug auf die Informationsversorgung der Aktionäre stets eine wörtlich «*absolute*» Gleichbehandlung durchzusetzen⁶⁵, ist abzulehnen. So sehr Gleichbehandlung das Ziel ist und heute anerkannt ist, dass das «*level playing field*» des Kapitalmarktrechtes der selektiven Information enge Grenzen setzt, so klar steht fest, dass eine völlige Verabsolutierung⁶⁶ weder machbar ist noch vom Gesellschaft- und Kapitalmarktrecht verlangt wird. Es ist wie folgt zu unterscheiden:

1. Erläuterung, Vertiefung und Verdichtung von Informationen

Die Vermittlung von zusätzlichen Informationen an Aktionäre, die mit einem *substantziellen Informationsbegehren* während des Geschäftsjahres an den Verwaltungsrat herantreten, stellt für sich allein keine Art. 717 Abs. 2 OR verletzende aktienrechtliche Ungleichbehandlung dar. Solange keine neuen kursrelevanten Tatsachen herausgegeben, sondern nur schon bekannte erörtert werden, wird auch das «*level playing field*» nicht verletzt. Wer sich besonders interessiert, darf auch vom Verwaltungsrat mit *gewissen* zusätzlichen Informationen bedient werden⁶⁷. Dies gilt allerdings nur so lange, als es *nicht* um kursrelevante Neuigkeiten, sondern um eine *Verdichtung und Vertiefung von Informationen* unterhalb der Schwelle der Kursrelevanz geht⁶⁸. Gemeint

⁶⁵ So vertreten vor allem von *Peter V. Kunz* (FN 7) § 8 N. 78; vgl. vorne II. 3. b) und III. 1. b).

⁶⁶ Vgl. *Peter V. Kunz* (FN 7) § 8 N. 78.

⁶⁷ Gleicher Meinung grundsätzlich *Rolf Watter* (FN 2) 121; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (FN 9) § 39 N. 68; *Eric Homburger* (FN 49) Art. 717 N. 1115/15; *Georg Krneta* (FN 30) N. 1926/27. Noch viel weiter gehend *Karl Hofstetter* (FN 2) 183 und *Markus Ruffner* (FN 2) 264/65. Absolut ablehnend *Peter V. Kunz* (FN 4) § 8 N. 75 ff.

⁶⁸ Vgl. *Peter Böckli* (FN 2) § 13 N. 701.

sind vertiefte Informationen bezüglich *bereits bekannter* (oder bekannt gegebener) Tatsachen und Ereignisse sowie die Aufdeckung und Klarstellung von Missverständnissen.

Rechtswidrig wird die zusätzliche Informationsversorgung hingegen, sobald eine erheblich kurswirksame Tatsache als *«primeur»* nur dem grösseren Aktionär oder einer Aktionärsgruppe mitgeteilt werden soll. Eine derartige Verhaltensweise würde aktienrechtlich als pflichtwidrig, kapitalmarktrechtlich als unvereinbar mit der Aufrechterhaltung eines *«level playing field»* gelten müssen. Es würde unter Umständen auch ein gravierender Verstoss gegen die Ad hoc-Bekanntgabepflicht (Art. 72 KR) vorliegen. Gegebenenfalls ist sogar der Insiderstrafatbestand nach Art. 161 StGB erfüllt.

2. Kein privilegierter Informationsstatus

Kein Verlass ist auf die öfters zu vernehmende empirische Feststellung, dass in der Schweiz so etwas wie ein abweichender *Landesbrauch* existiere⁶⁹, demzufolge der Verwaltungsrat durchaus dem Haupt- oder Mehrheitsaktionär nicht nur *mehr* Informationen, sondern auch solche *höherer Qualität* zukommen lässt. Die Ursache – wenn auch noch nicht die Rechtfertigung – dafür ist in der reinen Tatsache der Einflussmöglichkeit des Hauptaktionärs auf die Zusammensetzung des Verwaltungsrates und in der damit verbundenen faktischen Abhängigkeit des Verwaltungsrates zu sehen. Dass es hier aber Grenzen gibt, ist offensichtlich:

- (i) Es ist bereits dargelegt worden, dass eine äussere Grenze *strafrechtlich* bei den *Geschäftsgeheimnissen* im engeren Sinn (Art. 162 StGB) und den *kursrelevanten Wissensvorsprüngen* im Sinne von Art. 161 StGB zu ziehen ist⁷⁰.
- (ii) *Aktienrechtlich* ist die Grenze dort zu ziehen, wo eine sensitive Information den Empfänger gegenüber den andern Aktionären *substanziell bevorzugt*. Es ist schon mit dem Aktienrecht für sich allein letztlich unvereinbar, grösseren Aktionären einen echten *privilegierten Informationsstatus*⁷¹ einzuräumen, unter dem sie strategische Informationen erhalten und dauerhafte Informationsvorteile geniessen.

⁶⁹ Vgl. Rolf Watter (FN 2) 121; Karl Hofstetter (FN 2) 183; Markus Ruffner (FN 2) 264.

⁷⁰ Vgl. vorne II. 3. c).

⁷¹ So aber, im Gegensatz zu der hier vertretenen Auffassung, jedenfalls tendenziell Karl Hofstetter (FN 2) 229 ff. und Markus Ruffner (FN 2) 264/65.

- (iii) *Kapitalmarktrechtlich* ist ein solches Verhaltensmuster erst recht nicht zulässig. Dabei kann unter dem Gleichbehandlungsprinzip letztlich nicht entscheidend sein, ob der Verwaltungsrat dem besonders informierten, d.h. privilegierten, Hauptaktionär wiederum eine Geheimhaltungspflicht auferlegt⁷². Eine seltene Ausnahme kann vorliegen, wenn es um die *Schlussphase* der Vorbereitung einer grossen Transaktion geht, die ohne Einbezug des Hauptaktionärs praktisch gar nicht über die Bühne gehen kann. In diesem Fall wird der Hauptaktionär vertraglich in eine «echte» Insiderstellung eingebunden⁷³. Nach anderen Rechtsordnungen, u.a. der deutschen, ist der Grossaktionär von Gesetzes wegen im strafrechtlichen Sinne «Insider»⁷⁴. Nach geltendem Art. 161 StGB, der aus dem Jahre 1987 stammt, ist umstritten, ob der durch Geheimhaltungs- und Stillhaltevertrag eingebundene Grossaktionär unter die Täterdefinition des Art. 161 Ziff. 1 StGB fällt⁷⁵. Das ist jedoch anzunehmen, da er nach Abschluss des Vertrages in einer noch intensiveren Beziehung zur Gesellschaft steht als die im Gesetz ebenfalls als Insider erfassten «Berater» und Hilfspersonen.

Die Reichweite der *selektiven Information*, die der Verwaltungsrat einer Aktiengesellschaft mit börsenkotierten Aktien ihren bedeutenden Aktionären zukommen lassen darf, ist also rechtlich äusserst beschränkt. Gerade die Informationen nämlich, die die Hauptaktionäre am brennendsten interessieren, dürfen nicht ohne gleichzeitige Information des Marktes an sie gehen. Gibt der Verwaltungsrat anlässlich einer Informationsvermittlung während des Geschäftsjahres Informationen heraus, die dem Informationsempfänger einen Wissensvorsprung hinsichtlich kursrelevanter Tatsachen verschaffen, so ist der Grundsatz des *«level playing field»* verletzt; der Verwaltungsrat muss die Information sofort und gleichzeitig einem unbegrenzten Kreis von Personen,

⁷² Anderer Meinung offenbar *Rolf Watter* (FN 2) 121; *Markus Ruffner* (FN 2) 264/65 und *Urs Brügger* (FN 2) 768; vgl. auch *Peter V. Kunz* (FN 4) § 8 N. 35 ff., der die statutarische Verankerung der Schweigepflicht des Aktionärs entgegen der Ansicht der Autoren für zulässig hält.

⁷³ Vgl. *Peter Böckli* (FN 2) § 13 N. 704; *Christoph B. Bühler* (FN 33) 17/18.

⁷⁴ § 13 des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes; vgl. auch Art. 2 EG-Richtlinie 89/592/EWG.

⁷⁵ Dafür *Günter Stratenwerth*, Schweizerisches Strafrecht BT I, 5. A. Bern 1995, § 22 N. 14; dagegen *Stefan Trechsel*, Schweizerisches Strafgesetzbuch, Kurzkommentar, 2. A. Zürich 1997, Art. 161 N. 3 ff. Es handelt sich um ein sog. Sonderdelikt, vgl. *Peter Böckli*, Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates, Zürich 1989, 35 ff.

die ebenfalls an börsenrelevanten Informationen interessiert sind, zugänglich machen⁷⁶. Es gilt also letztlich, so bald echt *kursrelevante* Informationen in Frage stehen, informationsrechtlich durchaus auch in der Schweiz der Grundsatz «*disclose or abstain*»⁷⁷.

3. Informationsprivilegien für ehemalige Verwaltungsratsmitglieder?

Ein privilegierter Informationsstatus wird gelegentlich von *ehemaligen* Verwaltungsratsmitgliedern mit einer grösseren Aktienbeteiligung in Anspruch genommen. Obwohl dies menschlich verständlich ist, muss dieser Anspruch rechtlich abgelehnt werden: Während das Verwaltungsratsmitglied in seiner Amtszeit gestützt auf Art. 715a OR umfassende Auskunfts- und Einsichtsrechte hat, wird es nach seinem Rücktritt – jedenfalls nach Ablauf der Übergangsperiode, in der der Nachfolger einzuarbeiten ist – wieder zum «gewöhnlichen» Aktionär, dem kein Recht auf zusätzliche Information zukommt. Dies gilt grundsätzlich auch dann, wenn das Auskunftsbegehren Umstände oder Dokumente betrifft, die auf die Zeit der Aktivität als Verwaltungsratsmitglied zurückgehen⁷⁸.

V. Schlussbemerkung

Das Ergebnis dieser rechtlichen Beurteilung mag einige Praktiker erstaunen und auch zu Widerspruch auffordern. Dabei muss man sich aber vor Augen halten, dass es in der vorliegenden Frage auch und geradezu um ein *Generationenproblem* geht. Die jüngeren Juristen, die sich heute mit dem sogenannten «Börsengesellschaftsrecht» – dem Schnittstellenbereich zwischen dem Aktien- und dem Kapitalmarktrecht – befassen, stehen einer *selektiven Vorinformation* des Hauptaktionärs oder auch nur eines grösseren Aktionärs ungleich ablehnender gegenüber als manche ältere. Auch das anwendbare

⁷⁶ Ad hoc-Bekanntgabepflicht nach Art. 72 KR.

⁷⁷ Vgl. Rolf Watter (FN 30) Art. 717 N. 30; Peter Böckli (FN 17) 91 ff.; Peter Nobel (FN 14) § 11 N. 56; Christoph B. Bühler (FN 33) 17.

⁷⁸ Vgl. BGE 129 III 499, Erw. 3.3 und den Kommentar zu diesem Entscheid von Carbonara/von der Crone, Aushändigung von Jahresabschlüssen, SZW 76 (2004) 88 ff., 92/93 sowie den Entscheid des Handelsgerichtspräsidenten St. Gallen in GVP 1993 Nr. 37 = SJZ 91 (1995) 218/19; gleicher Meinung sind Peter Forstmoser (FN 7) 109; Eric Homburger (FN 49) N. 496; Thomas Christian Bächtold, Die Information des Verwaltungsrates, Diss. Bern 1997, 128.

Recht – sowohl sein Buchstabe wie seine Auslegung und in erster Linie der Trend der anstehenden Gesetzesrevisionen – hat sich seit etwa 1987 (Parlamentsbeschluss über das Insiderdelikt) innerhalb von 18 Jahren zunehmend im Sinne einer Übernahme weiterer US-amerikanischer Rechtsgrundsätze entwickelt. Dieser Prozess der Osmose – etwas verzögert, etwas gemildert – geht weiter. Die Grundsätze, die etwa in der Regulation «FD» ausgedrückt sind, widersprechen den manchmal noch stark patronal geprägten Verhaltensweisen vor allem in Schweizer Publikumsgesellschaften, die noch von der Gründerfamilie beherrscht werden oder sonst bedeutende Einzelaktionäre haben. Begriffe wie «*level playing field*» tauchten in der Schweiz erst seit etwa dem Ende der achtziger Jahre auf, und die wahre Revolution, welche die «*Ad hoc-Publizität*» im Informationsrecht des Kapitalmarktes gebracht hat, geht gerade einmal auf das Jahr 1996 zurück. Wir stehen mitten in einem Umbruch des Informationsrechtes. Es wäre daher nicht angebracht, ohne weiteres daraus, dass bestimmte Verhaltensweisen im Bereich privilegierter Information früher als selbstverständlich galten, auf deren rechtliche Zulässigkeit unter dem Rechtszustand von heute zu schliessen.

