

Roland Fischer / Nathalie Wirch*

Stille Nachlassstundung bei börsenkotierten Gesellschaften – kein Ding der Unmöglichkeit

Inhaltsübersicht

- I. Problemstellung
- II. Die stille provisorische Nachlassstundung
 1. Das neue Instrumentarium
 2. Die Interessenabwägung im Besonderen
 - 2.1 Stille Stundung als Ausnahme?
 - 2.2 Interessenabwägung
- III. Die Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubes
 1. Grundsatz der Publizität
 2. Bekanntgabeaufschub bei Sanierungssituationen
 - 2.1 Plan bzw. Entschluss des Emittenten
 - 2.2 Berechtigtes Interesse des Emittenten
 - 2.3 Sicherstellung der Vertraulichkeit
 3. Besonderheit der stillen Nachlassstundung?
 4. Leak Statement
 5. Exkurs: Vorgehen nach Bekanntgabe
- IV. Fazit

I. Problemstellung

Bei börsenkotierten Gesellschaften soll eine stille provisorische Nachlassstundung im Sinne von Art. 293c Abs. 2 SchKG grundsätzlich ausgeschlossen sein. Dieser Ansicht ist zumindest die soweit ersichtlich einheitliche, insgesamt aber doch sehr spärliche Doktrin.¹

Diese Auffassung schenkt der Möglichkeit eines Bekanntgabeaufschubes nach Art. 54 des Kotierungsreglements der SIX Exchange Regulation vom April 2016 (KR) zu wenig Beachtung und überzeugt nicht. Sie lässt sich unseres Erachtens auch nicht auf die Botschaft stützen.² Da die Regeln der Ad hoc-Publizität ihrerseits Ausnahmen zulassen, präjudiziert die Börsenkotierung den Entscheid des Nachlassgerichts nicht *per se*. Vielmehr ist

nach Art. 293c Abs. 2 SchKG eine den Umständen des Einzelfalls gerecht werdende Interessenabwägung geboten, welche durch das Nachlassgericht autonom vorzunehmen ist. Kommt das Nachlassgericht gestützt auf die konkreten Umstände zum Schluss, dass die Interessen Dritter, namentlich diejenigen der Gläubiger, trotz unterbleibender Publizität gewahrt sind, kann es die stille provisorische Nachlassstundung anordnen. Diesfalls kann der Emittent nach der hier vertretenen Auffassung einen Bekanntgabeaufschub in Anspruch nehmen, wobei hierfür selbstredend die üblichen Voraussetzungen gemäss Kotierungsreglement einzuhalten sind.

Diese Auffassung teilten das Kantonsgericht Zug und die SIX Exchange Regulation in der kürzlich erfolgreich abgeschlossenen Sanierung der Valartis Group AG, welche in der Phase der provisorischen Stundung still erfolgte, also ohne öffentliche Bekanntmachung nach Art. 293c Abs. 2 SchKG und ohne Ad hoc-Mitteilung.³

II. Die stille provisorische Nachlassstundung

1. Das neue Instrumentarium

Ein Kernanliegen des am 1. Januar 2014 in Kraft getretenen neuen Nachlassrechts war es, den Schuldner ein taugliches, förmliches Sanierungsverfahren zur Verfügung zu stellen, welches nicht auf Abwicklung bzw. Liquidation gerichtet ist.⁴ So mündet die Nachlassstundung nach neuem Recht nicht mehr zwingend in einen Nachlassvertrag, sondern sie kann nun ausdrücklich als sog. reine Stundung verwendet werden. Dem Schuldner wird so ermöglicht, während einer beschränkten Zeit unter dem Schutz der Wirkungen der Nachlassstundung auf dem Verhandlungsweg und einvernehmlich eine Sanierung zu erreichen (Art. 296a SchKG). Damit besteht eine Alternative zu einer aussergerichtlichen Sanierung,

* Dr. iur. Roland Fischer, LL.M., Rechtsanwalt, Partner, Lenz & Staehelin. Lic. iur. Nathalie Wirch, Rechtsanwältin, Lenz & Staehelin.

¹ KUKO-SchKG-HUNKELER, Art. 293c N 13; BSK SchKG EB-BAUER, Art. 293c N 9.

² BBl 2010 6482 erwähnt zwar, dass «börsenkotierte Gesellschaften an die Öffentlichkeit zu gelangen und diese über die Stundung zu informieren [haben] (ad-hoc-Publizität)». In diesem Satz mehr zu sehen als einen Verweis auf die Regeln des Kotierungsreglements erscheint uns aber nicht zulässig. Insbesondere bietet die Stelle keine Grundlage dafür, den nach Kotierungsreglement zulässigen Bekanntgabeaufschub selektiv für die Frage der stillen Nachlassstundung zu ignorieren.

³ Die Autoren haben in diesem Verfahren die Valartis Group AG beraten.

⁴ BBl 2010 6460 ff.

welche u.U. sowohl aus Gesellschafts- wie auch aus Organträgersicht weniger risikobehaftet ist.⁵

Es ist eine Binsenwahrheit, dass Sanierungsbemühungen unterminiert werden können, wenn die Sanierungsbedürftigkeit des Schuldners allgemein bekannt wird.⁶ Unter altem Recht war die notwendige Publizität der Nachlassstundung (Art. 293 Abs. 4 i.V.m. Art. 296 aSchKG) gepaart mit der fehlenden gesetzlichen Grundlage für eine Aufhebung der Stundung ohne Abschluss eines Nachlassvertrages⁷ denn auch mit ein Hauptgrund, weshalb zahlreiche Schuldner den aussergerichtlichen Sanierungsweg bevorzugten.⁸ Um das neue Sanierungsrecht nicht zu einem Papiertiger verkommen zu lassen, war es entsprechend erforderlich, die Möglichkeit einer stillen Nachlassstundung zu schaffen. Dabei war der Gesetzgeber nicht zuletzt infolge zahlreicher negativer Stellungnahmen im Vernehmlassungsverfahren⁹ bemüht, die Balance zwischen den verschiedenen involvierten Interessen nicht aus den Augen zu verlieren. Vor diesem Hintergrund ist die gesetzliche Lösung zu sehen, dass die (maximal vier Monate dauernde) provisorische, nicht aber die definitive Nachlassstundung still sein kann. Sodann bedarf es eines begründeten Falles und eines Antrages, d.h. die stille Stundung wird nie von Amtes wegen gewährt.¹⁰ Schliesslich muss bei einer stillen Stundung zwingend ein provisorischer Sachwalter bestellt werden, welcher die Gläubigerinteressen angemessen zu wahren hat.¹¹

An diesem System, welches sich nach Auffassung der Autoren in der Praxis bewährt hat, soll auch im Zuge der Aktienrechtsrevision nichts Grundlegendes geändert werden. Allerdings soll mit der Revision auf Antrag des Sachwalters¹² eine Verlängerung der provisorischen Stundung um weitere vier auf insgesamt acht Monate möglich werden¹³, womit sich auch die stille Phase entsprechend verlängern könnte. Damit soll insbesondere die Streichung des (zeitlich unbefristeten) Konkursaufschubes kompensiert werden.¹⁴

2. Die Interessenabwägung im Besonderen

2.1 Stille Stundung als Ausnahme?

In Reaktion auf die Kritik in der Vernehmlassung wurden das Erfordernis des begründeten Falles sowie die Antragspflicht in den Gesetzestext aufgenommen. Nach Ansicht des Bundesrates sollte damit zum Ausdruck kommen, «dass die Publikation die Regel, der Verzicht darauf die Ausnahme bildet»¹⁵.

Dieses Ausnahme-Regel-Verhältnis wird allerdings nach der jüngst publizierten Botschaft zur Revision des Aktienrechts schon wieder in Frage gestellt, heisst es doch dort: «Diese vom bisherigen Artikel 725a Absatz 3 OR abweichende Umschreibung ist nicht dahingehend zu verstehen, dass von der Publikation nur ausnahmsweise abgesehen werden kann. Erforderlich ist einzig, dass eine Situation vorliegt, welche die Nichtveröffentlichung im Interesse des Gelingens der Sanierung der Gesellschaft rechtfertigt»¹⁶.

Auch wenn dieser rasche Gesinnungswandel etwas erstaunt, scheint uns die neue Interpretation des Wortlautes von Art. 293c Abs. 2 SchKG richtig. Die Interessenabwägung, welche vom Gericht vorzunehmen ist, reicht als Kriterium vollends aus, ohne dass diese durch ein Ausnahme-Regel-Verhältnis noch weiter zu präjudizieren wäre.¹⁷

2.2 Interessenabwägung

Bei seiner Entscheidung wägt das Nachlassgericht die Interessen des Schuldners an einer unterbleibenden Publikation und die Interessen Dritter ab. Ins Gewicht fallen einerseits die Interessen der bestehenden Gläubiger an der Transparenz des Verfahrens. Zu berücksichtigen sind aber auch die Interessen der Allgemeinheit, einschliess-

⁵ Die Gesellschaft profitiert von den relativ weitgehenden Wirkungen der Nachlassstundung gemäss Art. 297 SchKG. Durch die Einleitung eines Nachlassverfahrens können die Organträger einer allfälligen Meldepflicht nach Art. 725 Abs. 2 OR nachkommen, gleichzeitig aber für die Unternehmensführung (allenfalls unter der Aufsicht eines Sachwalters) verantwortlich bleiben. Selbstverständlich kann die Einleitung eines förmlichen (Insolvenz-)Verfahrens aber auch negative Auswirkungen auf die Gesellschaft zeitigen, namentlich wenn unter wesentlichen Verträgen Beendigungsrechte (bzw. automatische Beendigungen) ausgelöst werden, die unter Umständen die Ursachen der Krise noch verstärken können. Zu denken ist insbesondere auch an Derivattransaktionen, deren «close-out» unter den massgeblichen Rahmenverträgen u.U. zu substantiellen Forderungen führen und damit eine allfällige Liquiditätskrise verstärken kann.

⁶ BSK SchKG EB-BAUER, Art. 293c N 8.

⁷ Dessen ungeachtet wurde bereits unter geltendem Recht über den Weg der Nachlassstundung saniert, ohne dass zwingend ein Nachlassvertrag hätte abgeschlossen werden müssen. Siehe dazu insbesondere die Sanierung der Cargologic AG (ehemals in Nachlassstundung) in der Darstellung von KURT STÖCKLI/EDITH BLUNTSCHLI, IWIR 2002, 87 ff.; siehe auch schon BGE 110 III 110 («Il [sc.: le sursis concordataire] peut être révoqué, par exemple parce que le débiteur est en mesure de payer intégralement ses créanciers») und ferner THOMAS BAUER, Nachhaltige Unternehmenssanierung, ST 2010, 456.

⁸ Der Konkursaufschub war nach Art. 725 Abs. 3 OR schon vor dem 1. Januar 2014 «still» möglich. Allerdings griffen infolge zahlreicher Rechtsunsicherheiten des Verfahrens zumindest Deutschschweizer Schuldner eher selten zum Instrument des Konkursaufschubes.

⁹ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, Revision des Schuldbetreibungs- und Konkursgesetzes (SchKG): Sanierungsverfahren. Bericht über das Ergebnis des Vernehmlassungsverfahrens vom August 2009, 8 f.

¹⁰ Vgl. Art. 293c Abs. 2 SchKG und Art. 296 SchKG.

¹¹ Art. 293c Abs. 2 lit. d SchKG.

¹² Bei der stillen Stundung ist ein solcher immer erforderlich, Art. 293c Abs. 2 lit. d SchKG.

¹³ Art. 293a Abs. 2 E-SchKG.

¹⁴ Vgl. BBl 2017 465.

¹⁵ BBl 2010 6482.

¹⁶ BBl 2017 466.

¹⁷ A.M. BSK SchKG EB-BAUER, Art. 293c N 7; KUKO-SchKG-HUNKELER, Art. 293c N 10 f.

lich möglicher zukünftiger Gläubiger, um finanzielle Schwierigkeiten einer Gesellschaft zu wissen.¹⁸

Namentlich dann, wenn der Schuldner eine Sanierung anstrebt, kann das Pendel bei der Interessenabwägung zu seinen Gunsten ausschlagen. Dies ist u.E. immer dann geboten, wenn der Schuldner gemäss seiner Darstellung im Gesuch um Nachlassstundung eine Sanierung anstrebt, der dem Gesuch um Nachlassstundung beiliegende provisorische Sanierungsplan¹⁹ nicht aussichtslos ist und es auch in zeitlicher Hinsicht zumindest möglich erscheint, dass eine Sanierung während der Dauer der provisorischen Nachlassstundung erfolgreich abgeschlossen werden kann. Ist demgegenüber die Sanierung schon nach Einschätzung des Schuldners ein längerfristiges Ziel, welches erst während der Phase der definitiven Nachlassstundung erreicht werden kann, spricht dies in der Interessenabwägung eher gegen den Verzicht auf Publikation. Ausgeschlossen ist er aber auch hier nicht. So kann es etwa geboten sein, für die Dauer eines sich im Vollzug befindlichen Projektes auf eine Publikation zu verzichten, um nicht das Projekt insgesamt zu gefährden. So lässt sich u.U. im Interesse aller Beteiligten ein erwarteter Geldzufluss sicherstellen bzw. das Risiko eines bei Publizität drohenden Geldabflusses vermeiden. Gerade dieses letzte Beispiel zeigt, dass ein Verzicht auf Publikation auch bei einer Nachlassstundung in Frage kommen kann, die nicht die Sanierung des Unternehmens bezweckt, sondern letztlich auf den Abschluss eines Nachlassvertrages und eventuell sogar auf die Liquidation des Schuldners gerichtet ist.²⁰ Solche Fälle dürften aber eher die Ausnahme bleiben.

III. Die Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubes

1. Grundsatz der Publizität

Nach Art. 53 KR informiert der Emittent den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Die Information muss erfolgen, sobald der Emittent Kenntnis von den wesentlichen Elementen der Tatsache hat. Die Publizitätspflicht hat entsprechend vier Voraussetzungen: (1) Der Eintritt einer Tatsache (2) im eigenen Tätigkeitsbereich des Emittenten, die (3) nicht öffentlich bekannt und (4) kursrelevant ist.

In einer Sanierungssituation können eine Vielzahl von grundsätzlich publikationspflichtigen Tatsachen eintreten, angefangen bei der Feststellung der Sanierungs-

bedürftigkeit des Emittenten etwa infolge Liquiditätsmangels oder Überschuldung über die Erarbeitung und Genehmigung eines Sanierungsplanes mit den entsprechenden Massnahmen wie Unternehmensdevestitionen, (Massen-)Entlassungen oder sonstigen Kosteneinsparungen bis hin zu deren Umsetzung.²¹

Zu den grundsätzlich publikationspflichtigen Tatsachen gehören auch gerichtliche Entscheide, welche im Zusammenhang mit der Sanierungssituation stehen. Dazu zählen namentlich Entscheide über die Gewährung einer Nachlassstundung oder über die Konkurseröffnung bei einer gescheiterten Sanierung.²²

2. Bekanntgabeaufschub bei Sanierungssituationen

Es ist augenscheinlich, dass Ad hoc-Mitteilungen über Feststellungen im Zusammenhang mit der Sanierungsbedürftigkeit des Unternehmens erhebliche Sprengkraft und ein hohes Potential haben, zu einer *self fulfilling prophecy* zu werden, also den «*Hang ins Rutschen [zu] bringen, ja für sich allein den Kollaps aus[zu]lösen*»²³. Aus praktischen Überlegungen spricht somit einiges dafür, dem Unternehmen in Sanierungssituationen unter gewissen Umständen einen Bekanntgabeaufschub zu ermöglichen. Es ist aber nicht zu verkennen, dass der Aufschub von Informationen im Sanierungsfall auch besonders heikel ist, wird doch so dem Markt die kursrelevante Tatsache schlechthin vorenthalten, nämlich, dass sich der betreffende Emittent im Überlebenskampf befindet. Damit ist zwingend eine dem Einzelfall gerecht werdende Beurteilung gestützt auf die konkreten Umstände erforderlich.²⁴

Nach Art. 54 KR ist ein Bekanntgabeaufschub dann zulässig, wenn die an sich bekanntgabepflichtige Tatsache (1) auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht, (2) berechnete Interessen für den Bekanntgabeaufschub sprechen und (3) die umfassende Vertraulichkeit sichergestellt wird.

¹⁸ Zur Interessenabwägung auch BSK SchKG EB-BAUER, Art. 293c N 8.

¹⁹ Art. 293 lit. a SchKG.

²⁰ Gl.M. KUKO-SchKG-HUNKELER, Art. 293c N 12.

²¹ SIX EXCHANGE REGULATION, Kommentar zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie der SIX Exchange Regulation vom 1. November 2011, N 62 und 200; ANNA PETER, Die kursrelevante Tatsache, Diss. Zürich 2015, Rn. 132 (= SSHW 325); CORRADO RAMPINI/THOMAS ROHDE, Sanierungstransaktionen am Kapitalmarkt, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, 49.

²² PETER (FN 21), Rn. 132.

²³ So bildhaft PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 7 Rn. 127.

²⁴ Dazu auch LARISSA MAROLDA MARTINEZ, Information der Aktionäre nach schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2006, 321 f. (= SSHW 248).

2.1 Plan bzw. Entschluss des Emittenten

Da nun bereits die Feststellung der Sanierungsbedürftigkeit in aller Regel eine publikationspflichtige Tatsache darstellt²⁵, diese aber *stricto sensu* nicht bzw. kaum je auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht, scheint die Zulässigkeit des Bekanntgabeaufschubes bei Sanierungssituationen *prima vista* fraglich. Doch sind sich Lehre und SIX Exchange Regulation insoweit einig, dass diese streng technische Sicht letztlich weder den Interessen des Emittenten noch denjenigen des Marktes gerecht wird. Entsprechend wird die Zulässigkeit des Bekanntgabeaufschubes bei Sanierungssituationen im Grundsatz durchwegs bejaht.²⁶ Begründet wird dies entweder mit einer Ausnahme vom Erfordernis des Plans oder Entschlusses des Emittenten im Zusammenhang mit der Feststellung der Sanierungsbedürftigkeit²⁷ oder aber mit einer kombinierten Betrachtung zweier an sich separater Tatsachen, nämlich derjenigen der Sanierungsbedürftigkeit einerseits und derjenigen des Sanierungsplanes andererseits.²⁸ Letztere Ansicht ist nach unserer Auffassung vorzuziehen. Ein sanierungsbedürftiges Unternehmen kann einen Bekanntgabeaufschub nämlich nur dann in Anspruch nehmen, wenn ein erfolgversprechender Sanierungsplan besteht.²⁹

2.2 Berechtigtes Interesse des Emittenten

Der Bekanntgabeaufschub kann nur dann in Anspruch genommen werden, wenn berechtigte Interessen des Emittenten diesen rechtfertigen. In der Sanierungssituation ist sich die Lehre einig, dass dies einen aussichtsreichen Sanierungsplan des Emittenten voraussetzt.³⁰ Der Sanierungsplan liefert damit nicht nur, wie oben gezeigt, das Planelement, er ist vielmehr auch zentral für die Interessenabwägung.

Ob ein aussichtsreicher Sanierungsplan besteht, ist naturgemäss eine Ermessensfrage, welche bei der Aktiengesellschaft durch den Verwaltungsrat als oberstes Exekutivorgan zu entscheiden ist (siehe Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1

und 3 OR). Dabei sollte der Verwaltungsrat u.E. folgende Grundsätze beachten:

- Der Sanierungsplan ist zumindest in den Grundzügen schriftlich festzuhalten. Die tabellarische Darstellung ist einem Prosatext in aller Regel vorzuziehen.
- Die (geschätzten) finanziellen Auswirkungen der einzelnen Sanierungsschritte und deren Beitrag zur Gesamtsanierung sind darzustellen.
- Die zeitlichen Aspekte des Sanierungsplans sind ebenfalls darzulegen.
- Der Sanierungsplan ist nach dessen Erarbeitung im Verwaltungsrat zu diskutieren und formell zu beschliessen.
- Der Sanierungsplan ist kein starres Konzept. Er muss immer wieder hinterfragt, überarbeitet und den Umständen angepasst werden.
- Der Verwaltungsrat muss sich regelmässig darüber Rechenschaft ablegen, ob er weiterhin von der Umsetzbarkeit des Sanierungsplans überzeugt ist.

Mit RAMPINI und ROHDE ist dabei zu beachten, dass gerade in der Anfangsphase der Sanierungsbestrebungen kurz nach Feststellung der Sanierungsbedürftigkeit noch keine allzu hohen Anforderungen an den Sanierungsplan gestellt werden dürfen, ansonsten der Bekanntgabeaufschub wiederum nur theoretisch erhältlich wäre. Vielmehr soll in einer ersten Phase die (zumindest in einem Protokoll schriftlich festgehaltene und auf die konkreten Umstände abgestützte) Einschätzung der Entscheidungsträger ausreichen, dass eine Sanierung nicht ausgeschlossen ist.³¹

Sachlogisch nimmt der Emittent den Bekanntgabeaufschub in Anspruch, bevor sich das Nachlassgericht mit dem Verzicht auf die Publikation befasst. Mit dem (positiven) Entscheid des Nachlassgerichts wird die Einschätzung des Emittenten allerdings nachträglich plausibilisiert.³² Ordnet das Nachlassgericht die stille provisorische Nachlassstundung an, reduziert sich somit faktisch auch das Risiko für den Emittenten und dessen Organe, für eine Verletzung der Regeln über die Ad hoc-Publizität in Anspruch genommen zu werden.

Beabsichtigt ein Emittent einen Bekanntgabeaufschub in einer Sanierungssituation gestützt auf ein nach Ansicht des Verwaltungsrates erfolgsversprechendes Sanierungskonzept, drängt sich in aller Regel eine vorgängige Kontaktnahme mit den für Ad hoc-Fragen zuständigen Kontaktpersonen der SIX Exchange Regulation auf.³³ Auch

²⁵ Siehe vorne Ziff. III.1.

²⁶ SIX EXCHANGE REGULATION (FN 21), N 200; BÖCKLI (FN 23), § 7 Rn. 128; LUKAS GLANZMANN, Die Pflichten des Verwaltungsrates und der Geschäftsführung in finanziellen Krisensituationen, in: Roberto/Glanzmann/Affentranger/Giger/Geiser/Athanas/Sutter (Hg.), Sanierung der AG, 2. Aufl., Zürich 2003, 83; RAMPINI/ROHDE (FN 21), 49 f.; MARIE VON FISCHER, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement unter besonderer Berücksichtigung der Haftungsfrage, Diss. Bern 1999, 100 f. (= ASR 629); MAROLDA MARTINEZ (FN 24), 321 f.; PETER CH. HSU, Ad-hoc-Publizität. Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen – ein Mindeststandard kapitalmarktgerechter Unternehmenspublizität, Diss. Zürich 2000, 214 (= SSHW 194).

²⁷ So in der Tendenz SIX EXCHANGE REGULATION (FN 21), N 200.

²⁸ BÖCKLI (FN 23), § 7 Rn. 128; GLANZMANN (FN 26), 83; VON FISCHER (FN 26), 100 f.

²⁹ Dazu gleich nachstehend.

³⁰ SIX EXCHANGE REGULATION (FN 21), N 205; BÖCKLI (FN 23), § 7 Rn. 128; MAROLDA MARTINEZ (FN 24), 322.

³¹ RAMPINI/ROHDE (FN 21), 50.

³² Das Nachlassgericht prüft zwar nicht die Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubes, sondern diejenigen des Verzichts auf die Publikation nach Art. 293c Abs. 2 SchKG. Die Einschätzung des Nachlassgerichts in Bezug auf die Interessenabwägung wird aber jedenfalls ein starkes Indiz dafür liefern, dass das berechtigte Interesse des Emittenten i.S.v. Art. 54 KR ebenfalls bejaht werden kann.

³³ SIX EXCHANGE REGULATION (FN 21), N 200.

wenn die Verantwortung für die Einhaltung der Vorschriften zur Ad hoc-Publizität immer beim Emittenten verbleibt³⁴, erhält der Emittent so sehr rasch eine Einschätzung einer nicht mit der Sache vorbefassten Partei. Diese Kontaktnahme sollte zeitlich vor der Einreichung des Gesuches um provisorische Nachlassstundung erfolgen, damit das Nachlassgericht über die Ergebnisse der Besprechung informiert werden kann.

Das berechnete Interesse ist als Dauervoraussetzung während des gesamten Bekanntgabeaufschubes zu erfüllen. Nicht jede negative Entwicklung im Rahmen der Sanierung bedeutet aber, dass die Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubes nicht mehr erfüllt wären. Vielmehr ist während der Sanierung mit Rückschlägen zu rechnen. Solange diese das Ziel der Sanierung nicht in Frage stellen, kann der Bekanntgabeaufschub weiterhin in Anspruch genommen werden.³⁵ Kommt der Verwaltungsrat bei seiner regelmässigen Überprüfung des Sanierungskonzepts jedoch zum Schluss, dass dieses nicht mehr erfolgsversprechend ist, muss eine Ad hoc-Mitteilung erfolgen, deren Inhalt den gegebenen Umständen anzupassen ist. In aller Regel drängt sich dann auch eine Mitteilung an das Nachlassgericht auf, worin die geänderte Stossrichtung des Verfahrens kurz erläutert wird.

2.3 Sicherstellung der Vertraulichkeit

Art. 54 KR verlangt weiter, dass die umfassende Vertraulichkeit der kursrelevanten Tatsache während der Dauer des Bekanntgabeaufschubes gewährleistet ist. Das verlangt zunächst, dass die Zahl der Informationsträger auf die kleinstmögliche Zahl beschränkt wird. Ebenso muss der Zugang zu den Informationen beschränkt und gesichert werden. Von allen internen und externen Informationsträgern müssen sodann eigenhändig unterzeichnete Vertraulichkeitserklärungen eingefordert und es müssen entsprechende Insiderlisten geführt werden. Einer Vertraulichkeitserklärung gleichgestellt sind dabei Auszüge aus Sitzungsprotokollen, wenn dem Auszug die Identität der Sitzungsteilnehmer und der Umstand, dass diese auf die Vertraulichkeit der Tatsache hingewiesen worden sind, entnommen werden kann. Die Vertraulichkeitserklärungen und die Auszüge aus den Sitzungsprotokollen sind vom Emittenten zentral an einer Stelle zu verwahren.³⁶ Keine Vertraulichkeitserklärungen o.ä. sind nach Auffassung der Autoren sodann erforderlich, wenn die betreffenden Informationsträger an ein Amtsgeheimnis gebunden sind. Dies trifft etwa auf Regulatoren, das Nachlassgericht oder einen Sachwalter zu.

In einer Sanierungssituation ist der Kreis der zu involvierenden Personen häufig grösser als in anderen Bekannt-

gabeaufschubskonstellationen.³⁷ Zu denken ist namentlich an folgende Informationsträger:

- Verwaltungsrat des Emittenten;
- Geschäftsleitung und ausgewählte weitere Mitarbeiter des Emittenten;
- Revisionsstelle des Emittenten;
- Allfällige Regulatoren des Emittenten;
- Nachlassgericht;
- Sachwalter;
- Rechtsvertreter und weitere Berater des Emittenten;
- Ausgewählte Gläubiger und sonstige Verhandlungspartner des Emittenten, deren Rechtsvertreter und weitere Berater;
- Verwaltungsrat und Geschäftsleitung von Tochtergesellschaften und gegebenenfalls deren eigene Rechtsvertreter und weitere Berater.

Diese Vielzahl von Informationsträgern schliesst den Bekanntgabeaufschub nicht aus, macht es aber faktisch schwieriger, die umfassende Vertraulichkeit über eine längere Dauer effektiv zu gewährleisten.³⁸

3. Besonderheit der stillen Nachlassstundung?

Nach Auffassung der Autoren gelten die vorstehend für die Sanierungssituation allgemein skizzierten Regeln auch für den Fall der stillen provisorischen Nachlassstundung. Wenn das Nachlassgericht nach Art. 293c Abs. 2 SchKG auf die Publikation der Nachlassstundung verzichtet hat, kann der Emittent den Bekanntgabeaufschub unter den vorstehend erwähnten Voraussetzungen weiterhin in Anspruch nehmen.

Wenngleich die Voraussetzungen für die stille provisorische Nachlassstundung und die Inanspruchnahme des Bekanntgabeaufschubes unterschiedlich sind und deren Prüfung durch verschiedene Personen vorzunehmen ist (Nachlassgericht einerseits bzw. Emittent und allenfalls Sanktionskommission der SIX Exchange Regulation andererseits), so zeigt sich doch, dass die Interessenabwägung bei beiden das zentrale Element darstellt und diese aufgrund vergleichbarer Überlegungen vorgenommen wird. Damit wird zwar häufig, aber nicht immer eine gleiche Beurteilung resultieren:

- Wenn das Nachlassgericht zum Ergebnis kommt, dass es die provisorische Nachlassstundung publiziert, kann der Emittent keinen Bekanntgabeaufschub mehr in Anspruch nehmen, auch wenn er dessen Voraussetzungen für grundsätzlich gegeben erachtet. Die umfassende Vertraulichkeit ist nicht

³⁴ Art. 10 Abs. 2 der Richtlinie betreffend Ad hoc-Publizität (RIaHP).

³⁵ Siehe auch BÖCKLI (FN 23), § 7 Rn. 129.

³⁶ SIX EXCHANGE REGULATION (FN 21), N 193.

³⁷ RAMPINI/ROHDE (FN 21), 50.

³⁸ Zum Sonderproblem des Bekanntgabeaufschubes bei der Massenentlassung GLANZMANN (FN 26), 84 f.

mehr gewährleistet, so dass der Entscheid des Nachlassgerichts unverzüglich zu publizieren ist. Insofern präjudiziert ein negativer Entscheid des Nachlassgerichts immer die Frage der Aufrechterhaltung des Bekanntgabeaufschubes.

- Wäre demgegenüber das Nachlassgericht an sich bereit, eine stille provisorische Stundung aus anderen Überlegungen als gestützt auf einen aussichtsreichen Sanierungsplan zu gewähren, etwa um den Vollzug eines Projektes nicht zu gefährden,³⁹ wird es bei seinem Entscheid beachten müssen, dass hier wegen des fehlenden Planelements ein Bekanntgabeaufschub nicht in Frage kommt. Da somit zwingend eine Ad hoc-Mitteilung erfolgen muss, darf das Nachlassgericht die stille provisorische Stundung trotz an sich positiver Interessenabwägung nicht gewähren. Diese Konstellation dürfte allerdings in der Praxis kaum je auftreten.

Insgesamt präjudizieren damit die Regeln über den Bekanntgabeaufschub den Entscheid des Nachlassgerichts dann nicht, wenn ein Sanierungsplan besteht. Vielmehr ist das Nachlassgericht in seiner Interessenabwägung frei, zumal der Emittent mit dem Gesuch um Verzicht auf Publikation zumindest implizit zu erkennen gibt, dass er auch die Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubes für gegeben erachtet. Fehlt demgegenüber das Planelement und ist ein Bekanntgabeaufschub damit zum vornherein nicht erhältlich, darf das Nachlassgericht die stille provisorische Stundung nicht anordnen.

4. Leak Statement

Angesichts des potentiell grossen Kreises eingeweihter Personen besteht bei Sanierungssituationen ein erhöhtes Risiko eines Informationslecks. Verwirklicht sich dieses Risiko, muss der Emittent umgehend eine Ad hoc-Mitteilung machen, auch wenn eine spätere Publikation geplant war (Art. 54 Abs. 2 KR und Art. 17 RIAhP). Diese hat den üblichen Voraussetzungen zu genügen, muss also insbesondere wahr, klar und vollständig sein (Art. 15 Abs. 2 RIAhP). Dies erfordert insbesondere eine Information über die Gründe der Sanierungsbedürftigkeit, den Stand des Verfahrens und über die Pläne des Emittenten.

Um bei einem Informationsleck sofort reagieren zu können, muss der Emittent während des Bekanntgabeaufschubes eine à jour zu haltende Ad hoc-Mitteilung bereithalten, die jederzeit publiziert werden könnte (sog. *Leak Statement*). Diese ist zu Beginn des Bekanntgabeaufschubes zu erstellen und danach stets den sich ändernden Umständen anzupassen. Wird kein Leak Statement

bereitgehalten, riskiert der Emittent eine Verletzung der Vorschriften über die Ad hoc-Publizität.⁴⁰

Muss ein Emittent nach den Kotierungsvorschriften ein Leak Statement publizieren, ist auch eine (nach Möglichkeit taggleiche) Anzeige an das Nachlassgericht geboten. Nach Ansicht der Autoren drängt sich in solchen Fällen ein Gesuch um öffentliche Bekanntmachung der provisorischen Nachlassstundung auf, damit der Emittent auch von den erweiterten Wirkungen einer publizierten Nachlassstundung profitieren kann (vgl. Art. 293c Abs. 2 lit. a bis c *e contrario*).⁴¹ Gleiches gilt auch für den Fall, dass es der Emittent nicht mehr als realistisch erachtet, die Sanierung während der Phase der provisorischen Stundung umsetzen zu können. Auch hier ist er gestützt auf die Vorschriften über die Ad hoc-Publizität zu einer entsprechenden Mitteilung gezwungen.

5. Exkurs: Vorgehen nach Bekanntgabe

Wurde die provisorische Nachlassstundung nachträglich öffentlich bekannt gemacht und eine entsprechende Ad hoc-Mitteilung publiziert (sei es infolge eines Informationslecks oder infolge der fehlenden Aussicht auf Sanierung in den vier Monaten der provisorischen Stundung), wird es die Gesellschaft in aller Regel nicht bei der einen Meldung bewenden lassen können. Vielmehr ist die Öffentlichkeit über weitere entscheidende Schritte der Sanierungsbemühungen und letztlich die vollständige Umsetzung des Sanierungsplans (bzw. dessen Scheitern) zu informieren.⁴² Bei einer positiven Entwicklung kann eine konsistente und stete Informationspolitik des kriselnden Emittenten das Vertrauen des Marktes wieder stärken.

IV. Fazit

Ein sanierungsbedürftiger Emittent, der gestützt auf einen aussichtsreichen Sanierungsplan um provisorische Nachlassstundung ersucht, kann dem Nachlassgericht beantragen, auf die öffentliche Bekanntmachung der provisorischen Nachlassstundung zu verzichten. Das Nachlassgericht kann unter diesen Umständen die gebotene Interessenabwägung frei vornehmen. Die Vorschriften über die Ad hoc-Publizität präjudizieren den Entscheid des Nachlassgerichts nicht, da unter den erwähnten Voraussetzungen auch ein Bekanntgabeaufschub in Anspruch genommen werden kann.

⁴⁰ SIX EXCHANGE REGULATION (FN 21), N 213; MAROLDA MARTINEZ (FN 24), 323.

⁴¹ Zur Möglichkeit der nachträglichen Publikation auch BB1 2010 6482; BSK SchKG EB-BAUER, Art. 293c N 11.

⁴² SIX EXCHANGE REGULATION (FN 21), N 206.

³⁹ Dazu vorne Ziff. II.2.2.

Da in Sanierungssituationen oft ein vergleichsweise grosser Kreis von Personen eingeweiht werden muss, ist die Gefahr eines Informationslecks virulent. Zudem können die Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubes auch deshalb entfallen, weil nicht mehr von der Umsetzbarkeit des Sanierungsplans während der Dauer der provisorischen Nachlassstundung auszugehen ist. Der Emittent muss für diese Fälle von Anfang an eine Ad hoc-Mitteilung bereithalten, welche während des Bekanntgabeaufschubes stets den sich ändernden Umständen anzupassen ist. Tritt ein Informationsleck auf oder zeigt sich, dass die Umsetzung des Sanierungsplanes längere Zeit in Anspruch nehmen wird oder gar unrealistisch geworden ist, ist gleichzeitig mit der Publikation der Ad hoc-Mitteilung ein Gesuch an das Nachlassgericht zu stellen, die öffentliche Bekanntmachung der Nachlassstundung nachzuholen.

Nach einer Mitteilung ist die Öffentlichkeit über weitere entscheidende Schritte der Sanierungsbemühungen zu informieren.
