

20.6.2016

## SIX Swiss Exchange Regulation

SIX Swiss Exchange AG

Selnaustr. 30

Postfach 1758

8001 Zürich

ausschliesslich per Email an: [ahpvernehmlassung@six-group.com](mailto:ahpvernehmlassung@six-group.com)

## Vernehmlassung zur Revision von Vorschriften zur Ad hoc-Publizität der SIX Exchange Regulation

Sehr geehrte Frau Rüdlinger, sehr geehrte Frau Säuberli

Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben am 19. April 2016 die interessierten Kreise eingeladen, zum Entwurf der Revision von Vorschriften zur Ad hoc-Publizität Stellung zu nehmen. Für die Zustellung der Vernehmlassungsunterlagen in der obgenannten Angelegenheit danken wir Ihnen bestens.

---

1.	Einleitung.....	2
2.	Grundsätzliche Beurteilung.....	2
3.	Vernehmlassung im Einzelnen .....	3
3.1	Von SIX Regulatory vorgeschlagene Änderungen .....	3
3.1.1	Änderungen Kotierungsreglement zur Ad hoc-Meldepflicht .....	3
3.1.2	Änderungen weiterer Regularien .....	4
	(a) Richtlinie betr. „Ad hoc-Publizität“ (RLAhP) .....	4
	(b) Kommentar zur RLAhP .....	5
3.2	Weitere Änderungspostulate .....	6
3.2.1	Generelle Liberalisierung der „Kommentar-Regulierung“ .....	6
3.2.2	Meldeaufschub.....	7
	(a) Personelle Wechsel, namentlich in Verwaltungsrat und Direktion .....	7
	(b) Forschungs-Tatbestände .....	8
3.2.3	Bereits bekannte Tatsachen.....	9
	(a) Öffentlich bekannte Tatsachen .....	9
	(b) Bereits gemeldete Tatsachen .....	9
3.2.4	Generalversammlung.....	9
3.2.5	Gewinnwarnung/Gewinnsprung .....	10

---

## 1. Einleitung

SwissHoldings, der Verband der Industrie- und Dienstleistungskonzerne in der Schweiz umfasst derzeit 61 Mitgliedfirmen, die mehrheitlich an der SIX Swiss Exchange kotiert sind. Die börsenkotierten Mitglieder unserer Vereinigung machen dabei rund 70 Prozent der gesamten Börsenkapitalisierung der Publikumsgesellschaften aus. Unsere Mitglieder haben deshalb ein grosses Interesse daran, wie die SIX Exchange Regulation (SER) ihre Bestimmungen zur Ad hoc-Publizität ausgestaltet.

Gerne nehmen wir zum Revisionsvorhaben wie folgt Stellung:

## 2. Grundsätzliche Beurteilung

### Zusammenfassend die Haltung von SwissHoldings:

- **SwissHoldings begrüsst grundsätzlich**, dass die Bestimmungen betreffend die Ad hoc-Publizität revidiert werden.
- Wir **unterstützen den Vorschlag**, dass vom bisherigen Konzept, welches von gewissen „per se“-Tatbeständen ausgeht, weitgehend Abstand genommen wird, schlagen jedoch verschiedene redaktionelle Änderungen an den VE-Texten vor.
- Ferner sind wir der Ansicht, dass in die Revision **weitere Bereiche der aktuellen Ad hoc-Bestimmungen** einbezogen werden sollten, so namentlich betreffend:
  - generelle Liberalisierungen in der „Kommentar-Regulierung“,
  - Klarstellung und Modernisierung der Tatbestände für den Meldeaufschub,
  - Reduktion der Meldepflicht, wenn Tatsachen bereits bekannt sind,
  - Klärung der Meldepflicht bei Generalversammlungen,
  - Reduktion der Meldepflicht, wenn der Markt Ereignisse bereits eingepreist hat.

### 3. Vernehmlassung im Einzelnen

#### 3.1 Von SIX Regulatory vorgeschlagene Änderungen

##### 3.1.1 Änderungen Kotierungsreglement zur Ad hoc-Meldepflicht

###### Art. 53

Die in Entwurf vorgeschlagene Formulierung wird materiell begrüsst. Sie ist jedoch sprachlich noch unklar. Insbesondere hat die vorgeschlagene neue Legaldefinition in Abs. 2 klarzustellen, dass eine aus Ex-Ante Perspektive bloss geringe Wahrscheinlichkeit - die bei pflichtgemäsem Ermessen sehr häufig nicht auszuschliessen ist - nicht bereits zu einer Meldepflicht führen soll. Vielmehr soll die Meldepflicht gerade erst dann ausgelöst werden, wenn im Rahmen einer pflichtgemässen Vorabeeschätzung die Probabilität einer erheblichen Beeinflussung höher ist als die Probabilität einer maximal unerheblichen Beeinflussung. Demgemäss hat Art. 53 Abs. 2 VE-KR richtigerweise zu lauten – unter entsprechender Anpassung weiterer Regularien (z.B. Art. 4 RLAhP) bzw. Erläuterungen:

*2 Als kursrelevant gelten Tatsachen, die mit überwiegender Wahrscheinlichkeit ~~wahrscheinlich~~ geeignet sind, den Kurs erheblich zu beeinflussen.*

Weiter ist in Abs. 3 zu wenig präzise festgehalten, wann das übliche Mass der Schwankungen „deutlich“ überstiegen ist und die Kursänderung somit erheblich wird (das Wort „deutlich“ sollte im Übrigen in den Erläuterungen bzw. in der späteren Kommentierung ausdrücklich erwähnt werden). In einer Zeit signifikant volatilerer Kurse als noch vor wenigen Jahren ist auch hierzu geeignet klarzustellen, dass von Deutlichkeit nur dann die Rede sein kann, wenn sie klar nicht alltäglich ist und auch die erwartete Kursschwankung die Bandbreite der historischen Volatilität deutlich übersteigt.

Sodann ist aufgrund des Wortlauts nicht klar, auf welche Kriterien für das „übliche Mass von Schwankungen“ abzustellen ist. Klarzustellen ist, dass nicht nur die historischen Volatilität im betreffenden Titel, sondern auch die aktuelle generelle Marktsituation Teil der „üblichen Schwankungen“ sein muss. Zudem sollten die „üblichen Schwankungen“ nur ein Kriterium bei der Berücksichtigung der Kursrelevanz sein, nicht aber gewissermassen der Ausgangspunkt wie Abs. 3 nahelegt. Ausgangspunkt sollte vielmehr der gegenwärtige Börsenkurs sein. Dementsprechend schlagen wir vor, Abs. 2 wie folgt umzuformulieren:

*3 Erheblich ist eine Kursänderung, wenn sie ausgehend vom gegenwärtigen Kurs die aufgrund der generellen Marktsituation sowie der aktuellen Volatilität des betreffenden Titels zu erwartenden ~~das übliche Mass der Kursschwankungen~~ Schwankungen deutlich übersteigt.*

### **3.1.2 Änderungen weiterer Regularien**

(a) *Richtlinie betr. „Ad hoc-Publizität“ (RLAhP)*

#### Art. 3 VE-RLAhP

Während das Abstellen auf die Frage, was für den Anlageentscheid des durchschnittlichen Marktteilnehmers von wesentlicher Bedeutung sein könnte, für das Prospektdrafting durchaus Sinn macht, denn dort geht es um Vollständigkeit, sollte die Ad hoc Publizität, die letztlich immer auch potentiell disruptiv wirken kann, auf die wirklich kursrelevanten Fälle beschränkt werden. Für die Beurteilung der Kursrelevanz bringt aber der Hinweis auf den „durchschnittlichen“ Marktteilnehmer keine Klärung, denn nicht dieser Phantominvestor entscheidet über einen Kursauschlag, sondern letztlich der Gesamtmarkt. Hinzu kommt die Tatsache, dass es den durchschnittlichen Marktteilnehmer gar nicht gibt; situativ kann für den durchschnittlichen Kleininvestor oder für den durchschnittlichen institutionellen Investor durchaus unterschiedliche Erheblichkeit gegeben sein. Art. 3 VE- RLAhP ist deshalb ersatzlos zu streichen, zumal neu Art. 53 Abs. 2 KR die Kursrelevanz definiert. Eine mit Art. 3 VE-RLAhP angestrebte Klärung kann im Übrigen auch im Rahmen des Kommentars erzielt werden.

#### Art. 4 VE-RLAhP

Indem Geschäftsbericht und Zwischenberichte nach wie vor immer zu veröffentlichen sind, besteht eine Rest „per se“-Meldepflicht. Entsprechend ist Abs. 1 2. Satz, vorbehaltlich der Ausführungen zu Abs. 3 unten, so zu ergänzen:

*„... Es gibt grundsätzlich keine Tatsachen, die stets als kursrelevant einzustufen sind, **vorbehaltlich Abs. 3.**“*

Abs. 2 1. Satz sollte nicht von Einhaltung, sondern von „Berücksichtigung der gesellschaftsinternen Kompetenzordnung“ sprechen; diese Formulierung entspricht der Regelungs- und Prüfkompetenz der SIX Exchange Regulation besser.

Abs. 2 2. Satz ist nicht nötig und deshalb zu streichen. Soweit ein Entscheid im Rahmen des pflichtgemässen Ermessens gefällt wird, entspricht er dem Best Business Judgement des Emittenten und ist daher per se nachvollziehbar. Insofern ist die Nachvollziehbarkeit also eigentlich selbstverständlich und bedarf zusätzlich zum Erfordernis des pflichtgemässen Ermessens keiner gesonderten Erwähnung. Umgekehrt darf das Erfordernis der Nachvollziehbarkeit nicht zu einem formalen

Zusatzerfordernis gemacht werden, wodurch sich dann im Einzelfall möglicherweise weitgehende Begründungs- und Dokumentationspflichten ableiten würden, deren Nichtbeachtung rein schon formal sanktionierbar würde. Dies würde das angestrebte Ergebnis – einen Entscheid nach pflichtgemäßem Ermessen – letztlich nicht verbessern, aber zu einem nicht zu rechtfertigenden erheblichen Zusatzaufwand mit entsprechender Kostenfolge auf Emittentenseite führen.

Abs. 3 ist zu breit formuliert. Zwar ist die Absicht zu begrüssen mehr Klarheit zu schaffen. Mit der bestehenden Formulierung wird allerdings auf Kosten der Praktikabilität und der Prägnanz über das Ziel hinausgeschossen. Während der Grundsatz nicht bestritten wird, dass die Veröffentlichung von Finanzberichterstattung (Jahres- und Zwischenberichte) einen Einfluss auf den Börsenkurs haben kann, ist mit Bestimmtheit nicht alles kursrelevant, was in Geschäfts- und Zwischenberichten mitgeteilt wird. Abs. 3 ist deshalb ganz zu streichen oder alternativ so zu formulieren, dass klar wird, welche Teile einer „per se“-Meldepflicht unterliegen. Sollte an der „per se“-Meldepflicht festgehalten werden, müsste die Formulierung so gewählt werden, dass damit lediglich jene Teile der Berichterstattung gemeint sind, die nach Beurteilung der Emittentin auch tatsächlich kursrelevante Tatsachen enthalten.

#### Art. 5 VE-RLAhP

Der Emittent muss einen nachvollziehbaren Entscheid in pflichtgemäßem Ermessen fällen können. Dazu ist ihm die nötige Zeit zu gewähren. Der Text ist deshalb wie folgt zu präzisieren:

*„...sobald er von der Tatsache in den wesentlichen Punkten Kenntnis hat (Art. 53 Abs. 4 KR) und die Kursrelevanz beurteilen konnte.“*

#### Art. 11 VE-RLAhP

Zur Klärung liesse sich der Text wie folgt präzisieren:

*„... nach Möglichkeit **spätestens** 90 Minuten vor Handelsbeginn ...“*

#### *(b) Kommentar zur RLAhP*

*Im Allgemeinen:*

Der Kommentar ist generell im Sinne der Änderungen nachzuführen.

*Spezifische Ergänzungen:*

Die folgenden expliziten spezifischen Ergänzungen würden unseres Erachtens die praktische Umsetzung erleichtern:

Betreffend Finanzzahlen: Die Entscheidungsfindung betreffend relevante Finanzzahlen muss aus Governance-Gründen bei allen kotierten Unternehmen entlang klarer gesellschaftsrechtlicher Strukturen erfolgen. Im Normalfall verlangt dies einen VR-Entscheid, da in der Regel nur dieses Gremium über alle wesentlichen Informationen zur korrekten Beurteilung der finanziellen Gesamtsituation verfügt. Solange Finanzzahlen nicht gemäss dem konkreten gesellschaftsspezifischen Prozess formell sanktioniert sind, stehen sie nicht fest und sind damit nicht *Ad hoc* zu melden.

Betreffend Ausmass der Schwankungen: Bereits seit mehreren Jahren ist ein Trend zu immer grösserer natürlicher Volatilität von Aktienkursen festzustellen. Die Ursachen sind vielfach, das Aufkommen von Derivaten bzw. aggressiv geführten Funds, höhere Aktionärsvirulenz und algorithmischer Börsenhandel dürften dabei im Vordergrund stehen. Diese höhere Volatilität darf bei der Ausübung des Ermessens, ob eine Schwankung voraussichtlich erheblich ist, einbezogen werden. Nur wenn das *Ad hoc*-Ereignis geeignet ist, eine Schwankung auszulösen, die deutlich über die - neuerdings grosse - natürliche Volatilität im Markt hinausgeht, liegt die zur Meldepflicht führende Erheblichkeit vor. Dabei ist dem Unternehmen sein volles Ermessen zu belassen, d.h. eine Prozentschwelle würde der Sachlage nicht gerecht.

### **3.2 Weitere Änderungspostulate**

Aufgrund der von Lehre und Praxis regelmässig geübten Kritik an gewissen Inhalten der aktuellen *Ad hoc*-Regelung sind wir der Ansicht, dass die Gelegenheit genutzt werden sollte, weitere Änderungen oder Präzisierungen der *Ad hoc*-Regulierung vorzunehmen:

#### **3.2.1 Generelle Liberalisierung der „Kommentar-Regulierung“**

Mit dem Kommentar zur RLAhP hat die SER über die Zeit faktisch eine eigenständige breite Normierung vorgenommen. Dies mag bei Vorhandensein von „per se“-Meldetatbeständen einem Bedürfnis entsprochen haben, damit diese dann auch klar umrissen bzw. Abgrenzungen deutlich erkenntlich waren. Mit dem dogmatischen Wechsel hin zu einer Regulierung, in der nicht mehr eine Formalregelung, sondern neu das pflichtgemässe Ermessen des Unternehmens im Einzelfall im Vordergrund steht, ist dieses Bedürfnis nicht mehr vorhanden. Entsprechend ist der Kommentar zur RLAhP generell einer vollständigen Revision zu unterziehen und dabei als *Maxime* die freie Ermessensausübung des Unternehmens zu beachten.

### 3.2.2 Meldeaufschub

Die aktuelle Regelung in Art. 54 Abs. 1 KR geht unnötig kompliziert von der doppelten Voraussetzung aus, dass ein Bekanntgabeaufschub nicht nur das berechnigte Interesse des Emittenten an der (noch) nicht Verbreitung der Tatsache, sondern auch einen irgendwie gearteten Plan oder Entschluss des Emittenten verlangt. Nun besteht die Aufschubtatfache aber auch häufig in einem objektiv eintretenden Ereignis, etwa dem Eintreten eines nicht allgemein bekannten Naturereignisses, dem Auftreten eines Serienschadens oder dem überraschenden unfall- oder krankheitsbedingten Ausscheiden einer Führungskraft. Die zweite der beiden Anforderungen ist somit offensichtlich zu einschränkend formuliert. Der Grund, weshalb die aufschubgewährende Tatsache entstanden ist, ist nämlich schlicht unerheblich. Entsprechend schlagen wir vor, Art. 54 Abs. 1 KR sprachlich neu wie folgt zu straffen:

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

Unter der aktuellen Regulierung wurde ferner betreffend die Aufschubtatbestände vor allem an Ereignisse im Umfeld von Übernahmen, Fusionen und Restrukturierungen gedacht. Die Erfahrung unserer Mitgliedsfirmen zeigen, dass auch bei anderen Tatbeständen Verbesserungen nötig wären. Dies betrifft insbesondere:

#### *(a) Personelle Wechsel, namentlich in Verwaltungsrat und Direktion*

Der Wegfall von „per se“-Tatbeständen führt richtigerweise dazu, dass es auch bei Wechseln an der Unternehmensspitze dem Unternehmen überlassen bleibt pflichtgemäss einzuschätzen, ob sich dies signifikant auf die Kursentwicklung auswirkt. Die langjährige Erfahrung der Emittenten zeigt, dass nur ein sehr kleiner Teil der nach der bisherigen Regulierung als „per se“ meldepflichtigen personellen Wechsel tatsächlich einen Kurssprung nach sich zog. Soweit allerdings ein Personalwechseln als kursrelevant qualifiziert und daher meldepflichtig wird, ist nicht einzusehen, weshalb hier – unter Einhaltung der weiteren Voraussetzungen für einen Aufschub natürlich – kein Bekanntgabeaufschub möglich sein sollte, beispielsweise bis ein Nachfolger gefunden wurde. Das Ziel der Ad hoc-Meldepflicht ist es, kursrelevante Informationen homogen zu verteilen, und nicht, die Aussenwelt mit Internas zu versorgen.

Schliesslich sei erwähnt, dass insbesondere auch die Kommentarnoten 57 f. anzupassen sind, nämlich dahingehend, dass ein personeller Wechsel im Zweifel gerade keinen Ad hoc-Meldetatbestand darstellt und damit auch andere Stellen, die auf die bisherige Regelung Bezug nehmen, z.B. Kommentarnoten 102 f. und 108.

*(b) Forschungs-Tatbestände*

Im Forschungs- und Entwicklungsumfeld werden in vielen Branchen regelmässig neue Produkte entwickelt, die einerseits den Unternehmenswert potentiell beachtlich erhöhen und damit den Kurs beeinflussen können, zu deren Erarbeitung aber grössere Forschungs- und Entwicklungsteams über längere Zeiträume zusammenarbeiten müssen. In diesem Kontext ist es oft unmöglich, den genauen Zeitpunkt zu bestimmen, wann das Unternehmen effektiv über das für eine Ad hoc-Meldung erforderliche genügend substantiierte Wissen verfügt. Zugleich hat das Unternehmen alles Interesse daran, die Bekanntgabe aus Konkurrenzgründen so lange hinauszuzögern, bis der ideale Moment gekommen ist, um den optimalen Effekt am Produktmarkt zu erzielen.

Die Kommentarnoten 194 bzw. 212. haben deshalb noch besser klarzustellen, dass auch bei Einbezug einer grösseren, unter Sicherung der Vertraulichkeit operierenden Forschungsorganisation ein Aufschub beansprucht werden kann.

Schliesslich gehen die formellen Anforderungen des Kommentars betreffend Schutz der Vertraulichkeit deutlich über die Anforderungen des Kotierungsreglements hinaus. Das Kotierungsreglement verlangt in Art. 54 Abs. 2 einzig, dass „die Vertraulichkeit der kursrelevanten Tatsache während der gesamten Dauer des Bekanntgabeaufschubs gewährleistet [ist]“. Entsprechend muss genügen, dass ein Emittent geeignete und angemessene Massnahmen trifft, um die Vertraulichkeit zu sichern. Wie er dies macht, muss dem Emittenten überlassen bleiben. Die in N 194 aufgestellten formalen Erfordernisse, die aus Sicht der SER mindestens gegeben sein müssen, damit die Vertraulichkeit gewährleistet ist, schränken daher die Emittenten unnötig und entgegen dem Kotierungsreglement in ihrer Organisationsfreiheit ein. Diese Erfordernisse sollten, wenn sie nicht gestrichen werden, zumindest in einen nicht-exklusiven Safe Harbor umformuliert werden, d.h. das Einhalten dieser Formalerfordernisse wäre nur – aber immerhin – eine Möglichkeit, um die Vertraulichkeit im Sinne des Kotierungsreglements sicherzustellen.

### **3.2.3 Bereits bekannte Tatsachen**

#### *(a) Öffentlich bekannte Tatsachen*

Ist eine Tatsache bereits öffentlich bekannt, kann sie gar nicht mehr kursrelevant sein, denn effiziente Kapitalmärkte preisen jegliche Information unverzüglich ein. Eine zusätzliche Ad hoc-Meldung durch das Unternehmen würde dann im besten Fall nichts mehr bewirken, häufig aber einen disruptiven Effekt haben, indem Marktteilnehmer verunsichert werden, ob nun eine reine Bestätigung bereits eingepreister Tatsachen oder eine wirklich neue Information vorliegt. Entsprechend soll klargestellt werden, dass keine Ad hoc-Meldepflicht besteht, wenn eine Tatsache öffentlich bekanntgegeben wurde. Dies muss umso mehr gelten, wenn es sich bei der Quelle einer öffentlich bekannten Tatsachen um eine Behörde handelt; hier muss klar das allgemeine Publikationsprinzip gelten, gemäss dem die Kenntnis beim Bürger – und damit auch dem Marktteilnehmer – allgemein vorausgesetzt wird.

#### *(b) Bereits gemeldete Tatsachen*

Ziel der Ad hoc-Meldepflicht ist es, den Markt über neue, für die Kursbildung relevante Tatsachen in Kenntnis zu setzen. Hat die Inkenntnissetzung jedoch bereits aus anderen Gründen stattgefunden, namentlich aufgrund einer anderen regulatorischen Meldepflicht, ist der Markt bereits informiert und braucht keine zusätzliche Meldung, denn dadurch würde der Markt eher verunsichert als informiert. Dabei ist unerheblich, ob die Meldepflicht aus dem Kotierungsreglement oder aus anderen Rechtsquellen (z.B. dem FinfraG betreffend Schwellenwerte) stammt. Dementsprechend ist das Kotierungsreglement wie folgt um einen neuen Art. 53 Abs. 5 zu ergänzen:

*<sup>5</sup> Ist eine Tatsache bereits in Einhaltung einer anderen regulatorischen Meldepflicht bekanntgegeben worden, besteht keine zusätzliche Informationspflicht mehr gemäss diesem Artikel.*

### **3.2.4 Generalversammlung**

Ereignisse während einer Generalversammlung der Gesellschaft, die unter die Ad hoc-Melde Kriterien fallen – darunter fallen ausdrücklich nicht die Anträge und Abstimmungsergebnisse –, sollen erst nach Ende der Generalversammlung - zuzüglich einer angemessenen Prüfungsperiode zur Ausübung des Ermessens - gemeldet werden müssen. Dies auch dann, wenn die Generalversammlung während der Handelszeit erfolgt. Eine Verpflichtung zu einer jederzeitigen Reportage über die Geschehnisse im Sitzungssaal (livestream o.ä.) besteht explizit nicht. Im Übrigen ist mit den Regelmeldepflichten sichergestellt, dass der Emittent die Resultate seiner Generalversammlung nach deren Abschluss dem Markt mitteilt.

Entschliesst sich ein Emittent, seine Generalversammlung mittels livestream öffentlich zugänglich zu machen, darf überhaupt keine Ad hoc-Pflicht mehr bestehen, denn dann liegt eine bereits öffentlich bekannte Tatsache vor, die gemäss den vorstehenden Ausführungen eben nicht nochmals zu publizieren ist.

### **3.2.5 Gewinnwarnung/Gewinnsprung**

Regelmässig führt einflussreiche und umfassende Analystenarbeit dazu, dass im Moment einer Gewinnwarnung oder bei der Ankündigung eines Gewinnsprungs die entsprechende Entwicklung bereits in den Aktienkurs eingepreist ist. Für diese Fälle hat der Kommentar neu klarzustellen, dass von einer Ad hoc-Meldung abgesehen werden kann, wenn die Gesellschaft mit hinreichender Zuverlässigkeit davon ausgehen kann, dass aufgrund der breiten Kenntnis im Markt keine erhebliche Kursschwankung mehr stattfinden wird.

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme und für die Kenntnisnahme unserer Position. Für allfällige Erläuterungen zu unseren Ausführungen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Wir danken Ihnen für die wohlwollende Prüfung unserer Eingabe.

Mit freundlichen Grüssen

**SwissHoldings**  
Geschäftsstelle



Christian Stiefel  
Vorsitzender der Geschäftsleitung



Jacques Beglinger  
Mitglied der Geschäftsleitung

**cc** SH-Vorstand