Das Aktienrecht im Wandel

Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt

Herausgegeben von

Matthias P. A. Müller
Lucas Forrer
Floris Zuur

DIKE

Das Aktienrecht im Wandel

Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt

Herausgegeben von

Matthias P. A. Müller
M.A. HSG

Lucas Forrer
MLaw

Floris Zuur
MLaw

DIKE

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.dnb.de abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Werk ist weltweit urheberrechtlich geschützt. Insbesondere das Recht, das Werk mittels irgendeines Mediums (grafisch, technisch, elektronisch und/oder digital, einschliesslich Fotokopie und Downloading) teilweise oder ganz zu vervielfältigen, vorzutragen, zu verbreiten, zu bearbeiten, zu übersetzen, zu übertragen oder zu speichern, liegt ausschliesslich beim Verlag. Jede Verwertung in den genannten oder in anderen als den gesetzlich zugelassenen Fällen bedarf deshalb der vorherigen schriftlichen Einwilligung des Verlags.

© 2020 Dike Verlag AG, Zürich/St. Gallen
ISBN 978-3-03891-136-4

www.dike.ch

Inhaltsverzeichnis

Vorwort V

Lucas Forrer / Matthias P. A. Müller / Floris Zuur
Das Aktienrecht im Wandel der Digitalisierung
Entstehung der Gesellschaft, Willensbildung der Organe und Blockchain-Technologie 1

Christoph B. Bühler
«Business Judgment Rule»: Massstab für die richterliche Beurteilung unternehmerischen Ermessens im Aktienrecht 29

Lukas Müller / David P. Henry
Transaktionen mit nahestehenden Personen im Unternehmensalltag
Eine praxisorientierte Perspektive und Empfehlungen 45

Harald Bärtschi
Verantwortung für soziales Unternehmertum
Eine Auslegeordnung aus Schweizer Perspektive 71

Alexander F. Wagner
Vom Mythos der Best Practice in der Corporate Governance 97

Andreas Bohrer
«Better Regulation» im Wirtschaftsrecht
Anregungen an den Gesetzgeber in der Schweiz 109

Susanne Kalss
Mehr Gestaltungsfreiheit für das österreichische Aktienrecht 131

Holger Fleischer
Geschäftsherrenhaftung in Konzernlagen und Lieferketten: Eine rechtsvergleichende Skizze im Lichte der Konzernverantwortungsinitiative 145

Urs Schenker
Das Kapitalband
Flexibilisierung des Kapitals mit Gefahren für Aktionäre und Gläubiger 169

Valentina Hirsiger-Meier
Bezugsrechtsausschluss und Ausgabebetrag
Möglichkeiten und Schranken einer Ausgabe von börsenkotierten Aktien an einen Drittinvestor 193

Patrick Schmidt
Die Sanierung nach künftigem Aktienrecht 215

Thomas Werlen / Remo Decurtins
Die Harmonika als Schnittmenge der Verfahren zu Kapitalherabsetzung, -erhöhung und Sanierung
Probleme in der Praxis und Blick auf die Aktienrechtsreform 235

Hans Caspar von der Crone / Sandro Bernet
Der Tagungsort der Generalversammlung im revidierten Aktienrecht
Zwischen Gesellschaftssitz und Internet 259

Daniel M. Häusermann
Ein Stimmgeheimnis für die Publikumsgesellschaft? 277

Rolf Watter / Laura Widmer
Arbeitsvertragliche Lohnansprüche und «Say-on-Pay»
Was, wenn die vorgeschlagene Vergütung abgelehnt wird? 299

Arnold F. Rusch
Board Service Providers
Besetzung des Gesamtverwaltungsrates mit einer juristischen Person? 315

Florian Schweighofer
Aktienkapital in ausländischer Währung 329

Stefan Knobloch
Weitgehende Abschaffung der Inhaberaktien und weitere Neuerungen durch das Global-Forum-Gesetz 345

Christoph Burckhardt
Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision 367

Severin Harisberger
Die Geltendmachung des Rückerstattungsanspruchs nach Art. 678 OR im Konkurs der Gesellschaft
Ein Beitrag insbesondere zur Bedeutung von Art. 678 Abs. 6 E-OR 389

Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision

Christoph Burckhardt[*]

Inhaltsübersicht

I. Einleitung 367
II. Hintergrund zu Loyalitätsaktien 369
1. Begriff Loyalitätsaktien 369
a) Umschreibung 369
b) Abgrenzung 372
2. Ziel der Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen 373
a) Ausgangspunkt 373
b) Wirtschaftliche Auswirkungen kurzfristig orientierter Aktionäre 374
c) Zwischenfazit 377
III. Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision 378
1. Regelungsgegenstand 378
2. Diskussion der Bedenken gegenüber Loyalitätsaktien 379
a) Rechtsvergleichende Vorbemerkung 379
b) Unklarheit betreffend Wirkung 382
c) Förderung einer unkritischen Haltung von Aktionären 383
d) Ungerechtfertigte Ungleichbehandlung 383
e) Einschränkung der Übertragbarkeit 385
f) Fehlende Transparenz betreffend Privilegierung 385
g) Konsequenzen bei Sanierungen und Unternehmensnachfolgen 386
IV. Fazit 386

I. Einleitung

Es war eine deutliche Mehrheit des Nationalrats, die sich in der Wintersession 2019 für die *Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen* aussprach. Der Rat schuf im Rahmen der Aktienrechtsrevision die Möglichkeit zur Einführung von Vorzugsrechten für langfristig beteiligte Aktionäre und bestätigte damit seinen Beschluss aus der Sommersession 2018.[1]

---

[*] MLaw Christoph Burckhardt, Advokat, ist Doktorand an der Universität Zürich.

[1] Zum Gesagten siehe AB 2019 N 2385 ff., Abstimmung 16.077/19920 mit einer Mehrheit von 150 zu 32 Stimmen (bei fünf Enthaltungen); AB 2018 N 1119 ff., Abstimmungen 16.077/17223-

Spätestens seit diesem Beschluss sind solche Vorzugsrechte unter dem Begriff Loyalitätsaktien Gegenstand der breiten rechtspolitischen Diskussion zur Weiterentwicklung des schweizerischen Aktienrechts.[2]

Die Idee aktienrechtlicher Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist aber nicht neu. Sie entsprang den Bedenken über die Folgen *kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt* und beschäftigt Wissenschaft und Politik weltweit schon seit geraumer Zeit.[3] In ausländischen Rechtsordnungen gibt es bereits seit einigen Jahren Gesetzesbestimmungen zur Privilegierung langfristiger Aktionäre.[4] Das Konzept hat auch in der Schweiz von verschiedenen Seiten Zuspruch erhalten.[5] Der Jubilar hat das Potenzial von Anreizen zu Treue und Loyalität gegenüber der Gesellschaft in dieser Form hierzulande als einer der Ersten in der Wissenschaft erkannt.[6]

Trotzdem ist die *Skepsis* gegenüber diesem noch ungewohnten Konzept gross. Zum einen beurteilt die Lehre die Zulässigkeit von Vorzugsrechten für langfristige Aktionäre nach

---

17227 mit Mehrheiten von 138 zu 58 Stimmen (bei sechs Enthaltungen) bzw. 137 zu 57 Stimmen (bei acht Enthaltungen).

2 Zur jüngeren Berichterstattung in der Presse siehe DAVID VONPLON, Die Spekulantenstrafe, Handelszeitung vom 15.11.2018, 5.

3 Zu den politischen Bestrebungen der EU betreffend Förderung eines langfristigen Engagements der Aktionäre siehe EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch Europäischer Corporate Governance Rahmen, KOM(2011) 164 endgültig, 13 f.; DIES., Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, COM (2012) 740 final, 5 f., 18; zum Resultat der Bestrebungen siehe Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.5.2017 zu Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132 vom 20.5.2017, 1 ff. Zur Wissenschaft siehe z.B. PATRICK BOLTON/ FRÉDÉRIC SAMANA, Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors, J. Applied Corp. Fin. 2013, 38 ff., 41 ff.

4 Seit 1933 bzw. 1994 im französischen Recht: Art. L. 225-123 f. i.V.m. Art. 228-3 Code de commerce (C.com./FR; doppeltes Stimmrecht); Art. L. 232-14 i.V.m. Art. L. 228-3 C.com./FR (höhere Dividende). Seit 2014 bzw. 2010 im italienischen Recht: Art. 127-quinquies Testo Unico della Finanza (TUF/IT; doppeltes Stimmrecht); Art. 127-quater TUF/IT (höhere Dividende). Seit Mai 2019 im belgischen Recht: Art. 7:53 Code des sociétés et des associations (C.soc./BE; doppeltes Stimmrecht). Voraussichtlich ab Juni 2020 im spanischen Recht: Art. 527 ter ff. E-Ley de Sociedades de Capital (E-LSC/ES; doppeltes Stimmrecht).

5 Vonseiten der Investoren: MIRJAM STAUB-BISANG, Soll man Loyalität kaufen?, The Reporting Times 8/2016, 5; vonseiten der Unternehmen: RUDOLF WEHRLI, Die Aktionärsdemokratie ist ein Mythos, Schweizer Monat Nr. 1010/2013, 23 ff.; vgl. MARCO SALVI, Aktionärstreue soll belohnt werden, Zürcher Wirtschaft vom Nr. 4/2013, 16 f.; und vonseiten der Rechtswissenschaft: PETER FORSTMOSER, Corporate Social Responsibility, eine (neue) Rechtspflicht für Publikumsgesellschaften?, in: Robert Waldburger *et al.* (Hrsg.), Law & Economics, Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag, Bern 2015, 157 ff., 175 ff.

6 Vgl. HANS-UELI VOGT, Aktionärsdemokratie, Zürich 2012, 136 f.; DERS., Freiheit und Zwang im Aktienrecht, NZZ vom 20.1.2015, 21; ferner Interview mit PETER FORSTMOSER, Vorschriften für langfristiges Engagement?, scorecard vom 24.2.2012, 37.

geltendem Recht mitunter kritisch.[7] Zum anderen wurden im Parlament Bedenken zu den Auswirkungen von Loyalitätsaktien geäussert.[8]

Im vorliegenden Beitrag werden diese Vorbehalte adressiert. Es wird aufgezeigt, dass sich Loyalitätsaktien zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen eignen. Dazu werden in einem ersten Schritt der begriffliche und rechtsökonomische Hintergrund von Loyalitätsaktien erörtert (II.). In einem zweiten Schritt wird das im Rahmen der Aktienrechtsrevision vorgeschlagene Konzept der Vorzugsrechte für langfristige Aktionäre dargestellt und die geäusserte Kritik adressiert (III.).

II. Hintergrund zu Loyalitätsaktien

Der Begriff Loyalitätsaktien wurde im Rahmen der parlamentarischen Beratung zur Aktienrechtsrevision unterschiedlich verstanden. Insbesondere wurde nicht unterschieden zwischen verschiedenen Arten von Loyalitätsaktien.[9] Zunächst wird der Begriff deshalb umschrieben und abgegrenzt (1.). Danach wird das dem Konzept zugrunde liegende Regulierungsziel, die Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen, erläutert (2.).

1. Begriff Loyalitätsaktien

a) Umschreibung

Loyalitätsaktien sind *Stammaktien,* die dem Eigentümer auf statutarischer Grundlage ab einer bestimmten ununterbrochenen Haltedauer Privilegien im Zusammenhang mit seinen

---

7 DANIEL DAENIKER, Loyalitätsaktien – Postulat oder Rechtswirklichkeit?, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich 2015, 139 ff., 160 ff.; a.M. FORSTMOSER (FN 5), 179.

8 Votum Marti, AB 2019 N 2385; Votum Leutenegger Oberholzer, AB 2018 N 1102 f.; vgl. Votum Cramer, AB 2019 S 497, das darauf schliessen lässt, dass sich die RK-S wegen Bedenken entschieden hat, den Bundesrat vorerst zum Vorlegen eines Berichts zu den Auswirkungen von Loyalitätsaktien zu verpflichten (Postulat RK-S [18.4092], Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»).

9 Vgl. Votum Rieder, AB 2019 S 497, in dem die in der Schweiz vorgeschlagenen Loyalitätsaktien mit gleichnamigen Konzepten in anderen Ländern verglichen werden. Dieser Vergleich ist nur teilweise richtig. Die Mehrheit der genannten Länder kennt einzig Loyalitätsaktien mit Stimmrechtsprivileg. Ein solches Privileg war in den Beschlüssen des Nationalrats gerade nicht vorgesehen (zu den Beschlüssen siehe oben FN 1).

Mitgliedschaftsrechten vermitteln. Der Begriff fasst somit unterschiedliche Vorzugsrechte für langfristige Aktionäre zusammen.[10]

Je nach Mitgliedschaftsrecht, an dem die Privilegien anknüpfen, ist zu unterscheiden zwischen unterschiedlichen Arten von Loyalitätsaktien.

- Loyalitätsstimmrechte, die dem Aktionär mehr Stimmrechte vermitteln, knüpfen an die *Mitwirkungsrechte* an;[11]
- Loyalitätsdividenden, die dem Aktionär eine höhere Dividende vermitteln, knüpfen an die *vermögenswerten Rechte* an;[12]
- Loyalitätsbezugsrechte und -vorwegzeichnungsrechte, die dem Aktionär ein Vorzugsrecht oder einen vorteilhaften Ausgabebetrag im Rahmen einer ordentlichen oder einer bedingten Kapitalerhöhung vermitteln, knüpfen an die *Schutzrechte*[13] an.[14]

Neben einer Besserstellung im Zusammenhang mit den Mitgliedschaftsrechten sind andere Arten der Privilegierung denkbar. Ein Beispiel sind *Loyalitätsoptionen,* d.h. Aktionärsoptionen, die dem Inhaber ab einer bestimmten Haltedauer der zugrunde liegenden Aktien das Recht auf Bezug neuer Aktien zu einem bestimmten Preis vermitteln.[15]

Die Lehre ist sich uneinig, ob der Begriff Loyalitätsaktien im Zusammenhang mit der Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zutreffend ist. Diese Frage hat m.E. eine formelle und eine materielle Komponente.

---

10 Vgl. auch HANS CASPAR VON DER CRONE/KEIVAN MOHASSEB, Stand der Aktienrechtsrevision, AJP 2019, 781 ff., 792 («Sammelbegriff für verschiedene Privilegien»).

11 Zu entsprechenden Regelungen in ausländischen Rechtsordnungen vgl. oben FN 4.

12 Art. 661a E-OR N 2019; zu entsprechenden Regelungen in ausländischen Rechtsordnungen vgl. oben FN 4. Dieser Beitrag berücksichtigt die parlamentarischen Beratungen bis zum 4.3.2020. Die in der Wintersession 2019 vom Nationalrat beschlossenen Änderungen werden mit der Abkürzung «E-OR N 2019» ausgewiesen (vgl. AB 2019 N 2385 ff.). Sie entsprechen in der vorliegenden Sache den in der Sommersession 2018 vom Nationalrat beschlossenen Änderungen, die deshalb nicht separat aufgeführt werden (vgl. AB 2018 N 1089 ff.).

13 Die Qualifikation des Bezugs- bzw. Vorwegzeichnungsrechts als Schutzrecht ist angelehnt an HANS-ULI VOGT, Gesellschaftsrecht E-Learning-Plattform, Internet: https://www.rwi.uzh.ch/elt-lst-vogt/gesellschaftsrecht/allgemeines/de/html/index.php (Abruf 4.3.2020), Ziff. 13.4.3.

14 Art. 652b Abs. 5, 652b^{bis}, 653b Abs. 1 Ziff. 4bis, 653c Abs. 1 E-OR N 2019; zum Ganzen vgl. DAENIKER (FN 7), 150, jedoch ohne Berücksichtigung von Loyalitätsbezugsrechten und -vorwegzeichnungsrechten.

15 Grundlegend zum Ganzen BOLTON/SAMANA (FN 3), 43, 47, die entsprechende Beispiele von Air Liquide und Michelin aus Frankreich und von Standard Life aus dem Vereinigten Königreich erwähnen. Zum Beispiel von Michelin siehe auch DAENIKER (FN 7), 154 ff.

Der Begriff Loyalitätsaktien mag in formeller Hinsicht missverständlich sein, weil man daraus schliessen könnte, dass es sich dabei um eine eigene Kategorie von Aktien handelt.[16] Andererseits ist der Begriff zutreffend, weil die Privilegien an die *Haltedauer einer Aktie* durch denselben Aktionär anknüpfen und nicht allein an die Aktionärseigenschaft. Wird eine Aktie während einer bestimmten Dauer von demselben Aktionär gehalten, wird sie zur Loyalitätsaktie, die dem Halter ein Privileg vermittelt.[17]

Ob der Begriff Loyalitätsaktien im Zusammenhang mit langfristigen Aktionärsbeteiligungen in materieller Hinsicht zutreffend ist, ist nicht ohne Weiteres ersichtlich. Loyalität kann mit Treue gleichgesetzt werden.[18] Treue bedeutet auch im Aktienrecht Interessenwahrung.[19] Langfristige Aktionärsbeteiligungen können nur dann als Ausdruck von Treue bzw. Loyalität gegenüber der Gesellschaft bezeichnet werden, wenn sie in deren Interesse liegen. Das ist der Fall, wenn sie zur *nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts* beitragen.[20] Um das zu ermitteln, sind rechtsökonomische Überlegungen zu den Auswirkungen langfristiger Aktionärsbeteiligungen erforderlich. Der Begriff Loyalität ist somit nur dann materiell zutreffend, wenn langfristige Aktionärsbeteiligungen zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beitragen.[21]

---

16 Vgl. PETER FORSTMOSER/MARCEL KÜCHLER, Schweizerisches Gesellschaftsrecht – Update zur 12. Auflage 2018, Zürich 2019, Internet: https://www.forstmoser.ch/publications/misc/update-gesr12.pdf (Abruf 4.3.2020), § 10 N 151d, gemäss denen die Bezeichnung «Loyalitätsaktien» unzutreffend ist.

17 Der Aktionär wird nicht zwingend umfassend zum «Loyalitätsaktionär», sondern nur in Bezug auf diejenigen Aktien, die er ununterbrochen während einer bestimmten Dauer hält.

18 Loyalität ist ein bildungssprachliches Synonym für Treue (DUDEN, Das Synonymwörterbuch, 5. A., Mannheim 2010, 897). Im rechtswissenschaftlichen Sinne bedeutet Loyalität Interessenwahrung. So wird z.B. die Interessenwahrungspflicht der Angestellten gegenüber Arbeitgeber und Bund im öffentlichen Arbeitsrecht gemäss Art. 20 Abs. 1 BPG «Grundsatz der doppelten Loyalität» genannt (BVGer, A-6031/2017, 3.4.2019, E. 3.3). Auch in der gesellschaftsrechtlichen Literatur werden die Begriffe Treue und Loyalität synonym verwendet (zur Treuepflicht nach Art. 717 Abs. 1 OR siehe PETER FORSTMOSER, Organisation und Organisationsreglement der Aktiengesellschaft, Zürich 2011, § 6 N 27, FN 34; PHILIPPE JACQUEMOUD/CAMILLE AUBERSON, L'escape clause dans les ventes d'actions nominatives liées: Réflexions sur l'achat d'actions propres et la valeur réelle, GesKR 2014, 348 ff., 370 ff.).

19 Vgl. BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, in: Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Obligationenrecht II, Basler Kommentar, 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-VERFASSER), Art. 717 N 15.

20 Ausführlich zum Begriff des Gesellschaftsinteresses CHRISTA ALEXANDRA SOMMER, Die Treuepflicht des Verwaltungsrats gemäss Art. 717 Abs. 1 OR, Zürich 2010 (= SSHW Bd. 298), 36 ff.

21 Siehe hierzu unten II.2.b).

b) Abgrenzung

Loyalitätsaktien sind abzugrenzen von *Vorzugsaktien*.[22] Letztere bilden im Gegensatz zu Loyalitätsaktien eine separate Aktienkategorie.[23] Sie sind in vermögensrechtlicher Hinsicht – namentlich hinsichtlich Dividende und Liquidationsanteil – gegenüber den Stammaktien privilegiert. Bei der Schaffung von Vorzugsaktien ist insbesondere der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre zu beachten. Bei einer Umwandlung bestehender Aktien in Vorzugsaktien muss dieses Privileg grundsätzlich allen bestehenden Aktionären zukommen.[24]

Loyalitätsaktien sind auch abzugrenzen von *Stimmrechtsaktien*.[25] Letztere bilden ebenfalls eine separate Aktienkategorie. Durch die Einführung von Stimmrechtsaktien wird einer Kategorie von Aktien eine im Verhältnis zur Kapitalbeteiligung überproportionale Stimmkraft eingeräumt. Das bedeutet eine Abweichung vom Grundsatz der Stimmkraft entsprechend dem Kapitalanteil hin zum sogenannten Stückstimmrecht. Die Einführung sogenannter echter Stimmrechtsaktien, d.h. Aktien mit gleichem Nennwert, aber unterschiedlicher Stimmkraft, ist nach schweizerischem Recht nicht zulässig.[26]

Vorzugs- und Stimmrechtsaktien sind *nicht geeignet* für eine Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Zunächst ist unklar, ob die Beschränkung der Privilegierung auf langfristig gehaltene Aktien das Gleichbehandlungsgebot verletzt.[27] Selbst wenn eine solche Beschränkung zulässig wäre, dürfte die Verknüpfung der Vorzugsrechte mit der Haltedauer des Titels kaum umsetzbar sein.[28] Das Vorzugsrecht bzw. das überproportionale Stimmrecht einer Aktie wird im Falle einer Übertragung nicht entzogen. Mit der Einführung von Vorzugs- bzw. Stimmrechtsaktien könnten langfristige Aktionärsbeteiligungen somit höchstens einmalig retrospektiv belohnt anstatt nachhaltig prospektiv gefördert und begünstigt werden.

---

22 Vgl. Art. 654 ff. OR, Art. 656 Abs. 2 OR.

23 Vgl. PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Basel 2009, § 4 N 157; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 41 N 29.

24 Zum Gesagten siehe BÖCKLI (FN 23), § 4 N 157, 168; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 23), § 41 N 26, 45. Zur Ausnahme einer gerechtfertigten Ungleichbehandlung siehe BSK OR II-DUBS/TRUFFER (FN 19), Art. 706 N 15.

25 Vgl. Art. 693 OR.

26 Zum Gesagten siehe BÖCKLI (FN 23), § 4 N 135 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 23), § 24 N 95 ff.

27 Vgl. unten III.2.d).

28 Im Ergebnis auch FORSTMOSER (FN 5), S. 179.

2. Ziel der Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen

a) Ausgangspunkt

Das Konzept der Loyalitätsaktien geht von der Annahme aus, dass langfristig orientierte Anleger kurzfristig orientierten Spekulationsaktionären vorzuziehen sind.[29] Ursprung dieser Annahme ist die Kritik an der als zunehmend kurzfristig wahrgenommenen Orientierung der Investoren im Kapitalmarkt.[30] Kurzfristige Orientierung *(short-termism)* wird umschrieben als exzessives Streben nach kurzfristigen Ergebnissen unter Missachtung der langfristigen Wertsteigerung und Konkurrenzfähigkeit der Unternehmung.[31] Dieses Streben kann dazu führen, dass Gesellschaften kurzfristig gewinnsteigernde Massnahmen gegenüber einer langfristig wertsteigernden Geschäftsstrategie bevorzugen.[32]

Die Annahme, dass kurzfristig orientierte Aktionäre sich negativ auf die Gesellschaft auswirken, ist umstritten.[33] Vielfach wird die sinkende *durchschnittliche Haltedauer* von Aktien mit der kurzfristigen Orientierung in Zusammenhang gebracht.[34] Diese Ansicht greift zu kurz. Erstens kann von einer kurzen Haltedauer nicht ohne Weiteres auf eine kurzsichtige Orientierung geschlossen werden.[35] Zweitens ist die tiefe durchschnittliche Haltedauer u.a.

---

29 Vgl. FORSTMOSER (FN 5), 177; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 23), § 3 N 46 ff.; zum internationalen Kontext BOLTON/SAMANA (FN 3), 40; P. ALEXANDER QUIMBY, Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares, Fla. State Univ. Law Rev. 2013, 389 ff., 397.

30 Damit ist auch gesagt, dass Loyalitätsaktien primär für börsenkotierte Gesellschaften interessant sind. Im Falle einer Börsenkotierung haben die Aktionäre leicht Zugang zu einem Markt, in dem sie ihre Beteiligungen verkaufen und sich dadurch von ihrer Mitgliedschaft trennen können (HANS CASPAR VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR 2000, II. Halbband, 235 ff., 264). Das hat eine schwache Bindung des Aktionärs an die Gesellschaft zur Folge. Demgegenüber ist der Markt für den ausserbörslichen Handel von Aktien weniger liquid (PHILIPP LÜTOLF/ANDREAS NEUMANN, Wandel der Rahmenbedingungen für börsenkotierte Unternehmen während einer Dekade, Luzern 2013, 41).

31 LYNNE L. DALLAS, Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance, J. Corp. Law 2011, 264 ff., 267; aus ökonomischer Sicht JEREMY C. STEIN, Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, Q. J. Econ. 1989, 655 ff.

32 Statt vieler MARK J. ROE, Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom, Bus. Law. 2013, 981 ff., insb. 985 f.; aus der deutschsprachigen Lehre MARKUS RUFFNER, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, 455, 458 ff.

33 JESSE M. FRIED, The Uneasy Case for Favoring Long-Term, Yale Law J. 2015, 1557 ff.; ROE (FN 32), 987 ff., 994 m.w.H., 1004; DERS., Stock Market Short-Termism's Impact, ECGI Law Working Paper N° 426/2018, Internet: https://ssrn.com/abstract=3171090 (Abruf 4.3.2020), 1 ff.

34 Vgl. FORSTMOSER (FN 5), 176 f.; STAUB-BISANG (FN 5), 5; WEHRLI (FN 5), 24, 26. Bei Schweizer Aktien geht man heute von einer durchschnittlichen Haltedauer von sieben bis zwölf Monaten aus.

35 Vgl. DAENIKER (FN 7), 142, 147 ff.

zurückzuführen auf den Anstieg des Hochfrequenzhandels einiger weniger Anleger.[36] Dass die Haltedauer im Durchschnitt gesunken ist, muss nicht bedeuten, dass die Haltedauer der Mehrheit von Anlegern gesunken ist.[37] Um ein umfassendes Bild zu erhalten, müssen die empirischen Erkenntnisse zu den Auswirkungen kurzfristig orientierter Anleger beigezogen werden.

b) Wirtschaftliche Auswirkungen kurzfristig orientierter Aktionäre

Die Auswirkungen kurzfristig orientierter Aktionäre auf den Unternehmenswert sind *schwierig zu messen*. Die Orientierung von Aktionären ist im Gegensatz zu ihrem Verhalten wegen der Geheimhaltung der Anlagestrategien kaum ermittelbar.[38] Die zur Ermittlung kurzfristiger Orientierung erforderliche Verwendung von Stellvertretervariablen lässt Raum für Interpretationen.[39]

Gleichwohl gibt es eine *Vielzahl von Studien,* die sich der Thematik mit unterschiedlichen Methoden anzunähern versuchen.[40] Es gibt Studien, die kurzfristige Orientierung in bestimmten Konstellationen untersuchen und einzelne theoretische Modelle empirisch prüfen.[41] Und es gibt Studien, die versuchen, das Ausmass kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt einer Volkswirtschaft zu ermitteln.[42] Der vorliegende Beitrag beschränkt sich auf

---

36 ROE (FN 32), 998 ff.; vgl. ANTOINE BOUVERET UND ANDERE, High-frequency trading activity in EU equity markets, ESMA Economic Report, Paris 2014, 4, 11, 15, gemäss denen der Anteil des Hochfrequenzhandels an europäischen Börsen im Jahr 2013 je nach Definition zwischen 24 und 43 Prozent des Gesamthandelsvolumens bzw. zwischen 58 und 76 Prozent der gesamten Orderzahl lag.

37 MARTIJN CREMERS/ANKUR PAREEK, Short-Term Trading and Stock Return Anomalies: Momentum, Reversal, and Share Issuance, Rev. Finance 2015, 1649 ff., 1661 ff.; vgl. ROE (FN 32), 1000 f.

38 Vgl. WORLD ECONOMIC FORUM USA INC., The Future of Long-term Investing, New York 2011, 36.

39 Vgl. z.B. JOHN GRINYER/ALEX RUSSELL/DAVID COLLISON, Evidence of Managerial Short-termism in the UK, Br. J. Manag. 1998, 13 ff., 14, gemäss denen die Kürzung von Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) Ausdruck kurzfristiger Orientierung von Gesellschaften ist. Zur Definition kurzfristiger Orientierung siehe oben II.2.a).

40 Für eine Übersicht siehe ROE (FN 33), 14 ff. m.w.H.

41 Siehe z.B. unten FN 44. Zur entsprechenden ökonomischen Theorie siehe KEVIN J. LAVERTY, Economic «Short-Termism»: The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research, Acad. Manag. Rev. 1996, 825 ff., 831 ff. m.w.H.; aus der deutschsprachigen Lehre RUFFNER (FN 32), 384 ff.

42 Siehe z.B. RICHARD DAVIES UND ANDERE, Measuring the costs of short-termism, J. Financial Stab. 2014, 16 ff.; DAVID MILES, Testing for Short Termism in the UK Stock Market, Econ. J. 1993, 1379 ff.; ROE (FN 33), 16 ff.

eine Auswahl bekannter Studien, die Aktionäre aufgrund ihrer Umschlagsraten als kurzfristige bzw. langfristige Anleger klassifizieren und den Zusammenhang mit bestimmten Grössen im Unternehmen messen.

Es wird unterschieden zwischen flüchtigem Kapital bzw. vorübergehenden Aktionären und dauerhaftem Kapital bzw. beständigen Aktionären.[43] Ausgehend von dieser Klassifizierung teilte BUSHEE institutionelle Investoren in den USA in einer Vorreiterstudie anhand von Daten zwischen 1983 und 2002 in drei Gruppen ein:[44] (1.) Flüchtige Investoren *(transient institutions)* haben die höchste Umschlagsrate, verfolgen am häufigsten Momentumstrategien und haben ein stark diversifiziertes Portfolio. (2.) Engagierte Investoren *(dedicated institutions)* haben konzentrierte Portfolios, eine geringe Umschlagsrate und kaum Handelssensibilität aufgrund aktueller Gewinnaussichten. (3.) Dazwischen stehen indexnahe Investoren *(quasi-indexer)* mit einem diversifizierten Portfolio, aber ebenfalls einem geringen Portfolioumschlag und kaum Sensibilität auf Neuigkeiten zu aktuellen Gewinnen. Die Entwicklung ihres Portfolios ist deshalb nahe an den jeweiligen Aktienindizes.[45]

Die Studie von BUSHEE ergab, dass Gesellschaften mit einem hohen Anteil flüchtiger Investoren mit überdurchschnittlich hoher Wahrscheinlichkeit F&E-Ausgaben kürzen. Zwar stellte er fest, dass die Wahrscheinlichkeit der *Ausgabenkürzung im Bereich F&E* mit einem hohen Anteil institutioneller Investoren sinkt. Trotzdem sah er aufgrund der erhöhten Wahrscheinlichkeit bei Gesellschaften mit vielen flüchtigen Investoren die Befürchtung bestätigt, dass kurzfristige Anleger bei den Leitungsorganen Druck erzeugen, die Forschungsausgaben zur Steigerung kurzfristiger Erträge zu kürzen.[46]

Die auf der Studie von BUSHEE aufbauende Forschung bestätigt in der Tendenz die *nachteiligen Auswirkungen kurzfristiger Aktionäre* trotz Einschränkungen im Zusammenhang

---

43 Diese Unterteilung geht zurück auf MICHAEL E. PORTER, Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry, J. Appl. Corp. Finance 1992, 4 ff. Vorübergehende Aktionäre schichten ihr Kapital unabhängig von der Grösse ihrer Beteiligung von Gesellschaft zu Gesellschaft, wenn sich die kurzfristigen Erfolgsaussichten ändern. Demgegenüber investieren beständige Aktionäre über längere Zeit in Gesellschaften, erhöhen ihre Beteiligung mit neuem Kapital und nehmen unter Umständen Einfluss auf die Geschäftsleitung.

44 BRIAN J. BUSHEE, The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, Account. Rev. 1998 (zit. BUSHEE, Influence), 305 ff., 324 ff., mit Daten von 1983–1994; DERS., Identifying and Attracting the «Right» Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors, J. Appl. Corp. Finance 2004 (zit. BUSHEE, Evidence), 28 ff., mit Daten von 1983–2002. Die Daten stammen von sog. 13F-Filings an die SEC, in deren Rahmen institutionelle Investoren mit einem verwalteten Vermögen von mind. USD 100 Mio. vierteljährlich ihre Beteiligungen offenlegen müssen (Section 13[f] Securities Exchange Act 1934, 15 U.S.C. § 78m[f]).

45 Zum Gesagten siehe BUSHEE, Influence (FN 44), 326; BUSHEE, Evidence (FN 44), 30 f.

46 Zum Ganzen siehe BUSHEE, Influence (FN 44), 322, 328, 330 f. Zu den Vorbehalten bei der Auslegung siehe a.a.O., 331.

mit deren Datengrundlage.[47] Einige Studien zum U.S.-amerikanischen Aktienmarkt zeigen einen negativen Zusammenhang zwischen kurzfristigen Aktionären und bestimmten Unternehmenswerten auf.[48] Dazu passt der Befund europäischer Studien, die eine positive Korrelation zwischen – gemessen am Portfolioumschlag – langfristigen Aktionären und langfristigen Investitionen aufzeigen.[49] Es gibt aber auch Studien, die diese Ergebnisse relativieren.[50] Allerdings anerkennen mittlerweile auch Kritiker die empirischen Nachweise suboptimalen kurzfristigen Verhaltens und relativieren höchstens dessen Ausmass oder bestreiten den daraus folgenden Reformbedarf.[51]

Die Studienlage deutet eher auf die *Vorteile langfristiger Aktionäre* gegenüber kurzfristigen Aktionären hin. Zwar gibt es in der Schweiz – soweit ersichtlich – noch keine entsprechende publizierte Untersuchung. Auch würde eine umfassende Auswertung sämtlicher empirischer Quellen den Rahmen dieser Abhandlung sprengen. Die vorliegende Auswahl an Studien liefert aber immerhin Indizien, wonach kurzfristige Aktionäre die Verfolgung lang-

---

47 Zu den Einschränkungen siehe CREMERS/PAREEK (FN 37), 1653 f., 1656 (Beschränkung auf das Anlageverhalten institutioneller Investoren, Nichtberücksichtigung der Handelsaktivität innerhalb eines Quartals); JOSÉ-MIGUEL GASPAR/MASSIMO MASSA/PEDRO MATOS, Shareholder investment horizons and the market for corporate control, J. Fin. Econ. 2005, 135 ff., 142 (Nichtberücksichtigung von Leerverkäufen).

48 MARTIJN CREMERS/ANKUR PAREEK/ZACHARIAS SAUTNER, Short-Term Institutions, Analyst Recommendations, and Mispricing, Internet: https://ssrn.com/abstract=2190437 (Abruf 4.3.2020), 1 ff. (Überreaktion auf extreme Ankündigungen von Analysten und folglich signifikante Falschbewertungen); DIES., Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value, Manag. Sci. 2020, Articles in Advance, Internet: https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3361 (Abruf 4.3.2020), 1 ff. (höhere Wahrscheinlichkeit von Ausgabenkürzungen im Bereich F&E); CHRISTOPHER POLK/PAOLA SAPIENZA, The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory, Rev. Financial Stud. 2009, 187 ff. (Entscheide für überbewertete Investitionsprojekte zur kurzfristigen Ertragssteigerung).

49 OLIVIER BROSSARD/STÉPHANIE LAVIGNE/MUSTAFA ERDEM SAKINÇ, Ownership structures and R&D in Europe: the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders, Ind. Corp. Change 2013, 1031 ff., 1057, wobei unklar ist, in welchen periodischen Abständen der Umschlag gemessen wurde; JAN BENA UND ANDERE, Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership, J. Financial Econ. 2017, 122 ff., 138 f., ermitteln zudem eine positive Korrelation mit der Innovation gemessen an Patentzahlen und mit der Anzahl Arbeitsplätze.

50 SUNIL WAHAL/JOHN J. MCCONNELL, Do institutional investors exacerbate managerial myopia?, J. Corp. Finance 2000, 307 ff., 321 ff.; vgl. PHILIPPE AGHION/JOHN VAN REENEN/LUIGI ZINGALES, Innovation and Institutional Ownership, Am. Econ. Rev. 2013, 277 ff., die einen positiven Einfluss beständiger und auch flüchtiger Investoren auf die Innovation (gemessen an F&E-Ausgaben und an nach Zitierungen gewichteten Patenten) feststellen.

51 So z.B. ROE (FN 32), 1005 f.; aus der deutschsprachigen Lehre KLAUS ULRICH SCHMOLKE, Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, ZGR 2007, 701 ff., 712 f.

fristiger Ziele erschweren. Davon ausgehend kann es für die Leitungsorgane von Gesellschaften schwierig sein, eine auf die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts gerichtete Geschäftsstrategie zu verfolgen und somit ihre Treuepflicht wahrzunehmen.[52]

c) Zwischenfazit

Das mit Loyalitätsaktien verfolgte Ziel der Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen hat seinen Ursprung in den *Bedenken gegenüber kurzfristig orientierten Aktionären*. Empirische Studien scheinen diese Bedenken zu bestätigen. Sie deuten mehrheitlich auf die Vorteile langfristiger Aktionärsbeteiligungen hin.[53]

Aus diesem Befund lassen sich m.E. zwei Schlüsse für das schweizerische Aktienrecht ziehen. Erstens kann daraus vorsichtig ein *Regelungsbedarf* zur Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen abgeleitet werden.[54] Eine gesetzliche Förderpflicht für Gesellschaften rechtfertigt sich angesichts der uneinheitlichen Erkenntnisse zwar nicht. Eher rechtfertigt es sich, Gesellschaften mit einer gesetzlichen Bestimmung die Möglichkeit einzuräumen, langfristige Aktionäre statutarisch zu bevorzugen.[55]

Zweitens kann die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen aus aktienrechtlicher Sicht ein *legitimes Ziel* sein. Die Indizien deuten darauf hin, dass langfristige Aktionärsbeteiligungen oder zumindest eine ausgewogene Aktionärsbasis im Gesellschaftsinteresse liegen. Das Aktienrecht ist deshalb der richtige Anknüpfungspunkt für entsprechende Konzepte der Zielverwirklichung. Zudem scheint die Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung von Aktionären aufgrund der Dauer ihrer Beteiligung vor diesem Hintergrund bereits nach geltendem Recht nicht ausgeschlossen zu sein.[56]

---

52 Zum Gesellschaftsinteresse i.S.v. Art. 717 Abs. 1 OR siehe SOMMER (FN 20), 36 ff.

53 Zum Ganzen siehe oben II.2.b).

54 Es gibt zurzeit keine publizierte Studie zum schweizerischen Kapitalmarkt. Immerhin anerkennt die EU einen Regelungsbedarf (Richtlinie (EU) 2017/828 [FN 3], E. 15).

55 Ähnlich auch DANIEL M. HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit im Recht der Publikumsgesellschaft, Zürich/St. Gallen 2015, 144.

56 Ein entsprechender Beschluss der Generalversammlung wäre gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR nicht anfechtbar, wenn er zur Förderung des Gesellschaftsinteresses beiträgt und verhältnismässig ist (vgl. BSK OR II-DUBS/TRUFFER [FN 19], Art. 706 N 14 ff.). Dieser Nachweis dürfte schwierig, aber nicht unmöglich zu erbringen sein.

III. Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision

Das schweizerische Aktienrecht soll Gesellschaften ermöglichen, langfristig beteiligte Aktionäre zu bevorzugen, wenn es nach den bisherigen Beschlüssen des Nationalrats geht.[57] Im Parlament und in der Lehre wurden Bedenken gegenüber der Einführung von Loyalitätsaktien geäussert.[58] Aufgrund gewisser Bedenken strich der Ständerat die Bestimmungen in der Sommersession 2019 aus dem Entwurf. Er wollte vorerst die Auswirkungen von Loyalitätsaktien abgeklärt haben.[59] In der Wintersession 2019 hielt der Nationalrat auf Empfehlung der Rechtskommission an seinem Beschluss zur Einführung von Loyalitätsaktien fest.[60] Nach dem Stand der Beratung in der Frühjahrssession 2020 hält der Ständerat an seinem gegenteiligen Beschluss fest.[61] So oder so wird das Thema Loyalitätsaktien die Politik und die Rechtswissenschaft weiter beschäftigen.

Weil unklar ist, wie sich der Gesetzgeber schliesslich entscheiden wird, ist es vorerst angezeigt, die im Rahmen der Beratung geäusserten Bedenken gegenüber Loyalitätsaktien zu adressieren, anstatt die Entwürfe der Bestimmungen im Detail zu erläutern. Nach einer kurzen Darstellung des Regelungsgegenstands (1.) werden die Bedenken mit rechtsvergleichenden Bemerkungen adressiert (2.).

1. Regelungsgegenstand

Gemäss der vorgeschlagenen Regelung können die Statuten vorsehen, dass auf Aktien, deren Eigentümer seit mindestens zwei Jahren als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen ist, eine bis zu 20 Prozent *höhere Dividende* ausgerichtet wird.[62] Die Einführung des Privilegs setzt eine qualifizierte Mehrheit voraus.[63]

---

57 Siehe oben FN 1.

58 Votum Leutenegger Oberholzer, AB 2018 N 1102; VON DER CRONE/MOHASSEB (FN 10), 793.

59 Zum Gesagten siehe AB 2019 S 497 ff.

60 AB 2019 N 2385 ff.

61 AB 2020 S (prov.), Internet: https://www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/amtliches-bulletin/amtliches-bulletin-die-verhandlungen?SubjectId=48501 (Abruf 4.3.2020).

62 Art. 661a Abs. 1 E-OR N 2019. Die Grundsätze sind in den Statuten zu regeln, die Einzelheiten können in einem Reglement stehen (Art. 661a Abs. 2 und 4 E-OR N 2019).

63 Art. 704 Abs. 1 Ziff. 8bis E-OR N 2019.

Die Statuten können ausserdem vorsehen, dass den Eigentümern von Aktien, die seit mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen sind, im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung ein *Vorzugsrecht auf neu geschaffenes Aktienkapital* zukommt.[64] Das Vorzugsrecht ist in materieller Hinsicht eine Aufhebung des Bezugsrechts im Umfang des Anteils am Aktienkapital, der den Vorzugsberechtigten zukommt.[65] Die Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechts oder die Einführung des Vorzugsrechts setzt ebenfalls eine qualifizierte Mehrheit voraus.[66] Mittels Verweis ist ein entsprechendes Vorzugsrecht auch bei der Einräumung von Optionsrechten möglich.[67]

Schliesslich kann für die Eigentümer von Aktien, die seit mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen sind, ein bis zu 20 Prozent *tieferer Ausgabebetrag* bei der Ausgabe neuer Aktien oder der Einräumung von Optionsrechten festgesetzt werden.[68]

Der Nationalrat will den Gesellschaften also die Möglichkeit zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen mittels Loyalitätsdividenden, -bezugsrechten und -vorwegzeichnungsrechten einräumen. Loyalitätsstimmrechte sind hingegen nicht vorgesehen.

2. Diskussion der Bedenken gegenüber Loyalitätsaktien

a) Rechtsvergleichende Vorbemerkung

Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre sind im internationalen Vergleich keine neue Erscheinung. In einigen Rechtsordnungen gibt es entsprechende gesetzliche Bestimmungen und Unternehmen, die von der Möglichkeit der Privilegierung längerfristiger Aktionäre Gebrauch gemacht haben.[69] Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf einen Vergleich mit der Regelung zu Loyalitätsdividenden im französischen Recht. Sowohl das Konzept aus der Aktienrechtsrevision als auch die Regelung im italienischen Recht orientieren sich daran.

Gemäss französischem Recht können die Statuten vorsehen, dass auf Namenaktien, deren Eigentümer ununterbrochen während mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen

---

64 Art. 652b^{bis} E-OR N 2019. Eine statutarische Grundlage ist wichtig aus Gründen der Transparenz gegenüber allen Aktionären bzw. Aktienerwerbern.

65 Der Anteil kann bis zu 20 Prozent des neu geschaffenen Aktienkapitals betragen (Art. 652b^{bis} Abs. 1 E-OR N 2019).

66 Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 und 8bis E-OR N 2019.

67 Art. 652b^{bis} i.V.m. Art. 653c Abs. 1 *in fine* E-OR N 2019.

68 Art. 652b Abs. 5 i.V.m. Art. 653c Abs. 1 *in fine* E-OR N 2019.

69 Siehe oben FN 4, 15.

ist, eine bis zu 10 Prozent *höhere Dividende* ausbezahlt wird.[70] Vor Einführung der Gesetzesbestimmung hatten einige Gesellschaften auf eigene Initiative hin Loyalitätsdividenden auf statutarischer Grundlage eingeführt.[71]

Loyalitätsdividenden sind in der französischen Unternehmenspraxis *nicht allzu weit verbreitet*.[72] Unter anderem haben Air Liquide SA, Engie SA, L'Oréal SA und Sodexo SA (allesamt im CAC-40-Index) Loyalitätsdividenden eingeführt.[73] In der Literatur geht man davon aus, dass die geringe Verbreitung des Rechtsinstituts in der Unternehmenspraxis mit der Beschränkung des Privilegs pro Aktionär auf 0,5 Prozent des Aktienkapitals zusammenhängt.[74] Es wird auch die Meinung vertreten, dass Loyalitätsdividenden in Frankreich gerade deswegen kein sonderlich effektives Mittel gegen kurzfristig orientierte Anleger sind.[75]

Die Regelung ist in groben Zügen wie folgt ausgestaltet:

- Der Beschluss zur Einführung einer Statutenklausel betreffend Loyalitätsaktien bedarf einer *Statutenänderung* (in der Regel mit qualifizierter Mehrheit von zwei Dritteln).[76]
- Die Anrechnung der Haltedauer erfolgt nach dem Prinzip *Last in, First out*. Bei einem teilweisen Verkauf der Aktien wird davon ausgegangen, dass es sich bei den verkauften Titeln um die zuletzt und nicht zuerst gekauften Wertpapiere handelt.[77]

---

70 Art. L232-14, Art. L228-3 C.com./FR (sog. *prime de fidélité* bzw. *dividende majoré*).

71 Die Lehre ging davon aus, dass solche Modelle auch ohne gesetzliche Grundlage zulässig seien. Siehe hierzu PHILIPPE ENGEL/PAUL TROUSSIÈRE, La prime de fidélité aux actionnaires par attribution d'une majoration de dividende, JCP E 1995, étude n° 4-433; FRÉDÉRIC PELTIER, L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable, Bull. Joly Sociétés 1993, 551 ff., 553.

72 JEROEN DELVOIE/CARL CLOTTENS, Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares, Law and Financial Markets Review 2015, 19 ff., 20. Zurzeit hat eine kleine, aber wachsende Anzahl von in Frankreich domizilierten börsenkotierte Gesellschaften von der Möglichkeit der Einführung der Loyalitätsdividende Gebrauch gemacht.

73 Bis 2018 zahlte auch die Bank Crédit Agricole SA eine Loyalitätsdividende aus. Aufgrund eines Entscheids der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde wurde das Programm aber eingestellt. Die Auszahlung einer Loyalitätsdividende verstosse gegen die EU-Kapitaladäquanzverordnung (zum Gesagten siehe Medienmitteilung vom 20.12.2017, Internet: https://www.credit-agricole.com/en/finance/finance/financial-press-releases/removal-of-the-loyalty-dividend [Abruf 4.3.2020]). Die Verbreitung unter nicht börsenkotierten Gesellschaften ist nicht dokumentiert.

74 BART BOOTSMA, Financiële prikkels voor aandeelhouders, Den Haag 2011, 33 f.; YVES GUYON, Rev. Sociétés 1995, 1 ff., 9 f. Mit der doppelten Beschränkung würden institutionelle Investoren und Mehrheitsaktionäre vom Privileg ausgeklammert.

75 M.L. LENNARTS/M.S. KOPPERT-VAN BEEK, Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders, Eur. Co. Law 2008, 173 ff., 179.

76 Art. L232-14 Abs. 1 C.com./FR; DELVOIE/CLOTTENS (FN 72), 20.

77 Zum Ganzen siehe JEAN-CLAUDE DELVAUX, Le dividende majoré – Solutions proposées à quelques problèmes pratiques, JCP E 1994, 581 f., Ziff. 6.

- Die Regelung sieht gewisse *Einschränkungen* hinsichtlich Berechtigung und Betrag vor. Die Loyalitätsdividende darf den Betrag von 10 Prozent der ordentlichen Dividende nicht übersteigen. Ausserdem ist sie bei börsenkotierten Gesellschaften pro Aktionär beschränkt auf 0,5 Prozent des Aktienkapitals.[78] Als Folge dieser Beschränkungen wirkt die Regelung in Frankreich primär als Anreiz für Kleinaktionäre.[79]
- Die Regelung enthält ein *Verbot der Rückwirkung*. Das Gesetz hält fest, dass eine Auszahlung frühestens nach dem zweiten auf die Statutenänderung folgenden Geschäftsabschluss erfolgen darf.[80] Dadurch wird die Gleichbehandlung der Aktionäre im Moment der Einführung der Loyalitätsdividende gewahrt.[81]
- Damit der Aktionär einen Anspruch auf eine höhere Dividende hat, muss die *Zweijahresfrist* am Ende des Geschäftsjahres (31. Dezember) vor der Dividendenausschüttung bereits gewahrt sein und der Aktionär im Zeitpunkt der Auszahlung der Dividende nach wie vor im Aktienbuch eingetragen sein.[82] Damit steht am Ende eines Geschäftsjahres die maximale Anzahl von Anspruchsberechtigten fest. Diese Zahl kann sich bis zur Auszahlung der Dividende aufgrund der tatsächlichen Gegebenheiten (z.B. Verkäufe) noch reduzieren.[83] Eine solche Fristenregelung ist aus Transparenzgründen sinnvoll. Die Gesellschaft kann im Geschäftsbericht informieren, wie hoch die Loyalitätsdividende voraussichtlich ausfallen wird und auf wie viele Aktien eine Loyalitätsdividende ausbezahlt werden wird.[84]
- Bei einer *Übertragung der Aktien* geht das Dividendenprivileg grundsätzlich unter. Es bleibt ausnahmsweise bestehen bei einer Verfügung von Todes wegen bzw. einer Schenkung unter Ehegatten oder an einen erbberechtigten Familienangehörigen.[85]

---

78 Zum Gesagten siehe Art. L232-14 Abs. 1 C.com./FR; vgl. DELVOIE/CLOTTENS (FN 72), 20, mit dem Beispiel, dass demnach ein Aktionär mit einer Beteiligung von 40 Prozent nur auf einen Achtzigstel seiner Beteiligung eine höhere Dividende ausbezahlt erhält.

79 DELVOIE/CLOTTENS (FN 72), 20, 24.

80 Art. L232-14 Abs. 2 C.com./FR.

81 PELTIER (FN 71), 551 ff.

82 Art. L232-14 Abs. 1 C.com./FR.

83 PELTIER (FN 71), 551 ff.

84 Siehe z.B. Geschäftsbericht 2018 von L'Oréal SA, Internet: https://www.loreal-finance.com/fr/rapport-annuel-2018/LOreal_Rapport_Annuel_2018.pdf (Abruf 4.3.2020), 26; Air Liquide SA, 2018 Reference Document, Internet: https://www.airliquide.com/sites/airliquide.com/files/2019/03/13/air-liquide-reference-document-2018.pdf (Abruf 4.3.2020), 309.

85 DELVAUX (FN 77), 581.

b) Unklarheit betreffend Wirkung

In der Parlamentsdebatte wurde kritisiert, das Konzept sei unausgereift. Auch bestand Ungewissheit hinsichtlich der Auswirkungen von Loyalitätsaktien.[86]

Diese Bedenken können mit einem Verweis auf die Auswirkungen von Loyalitätsdividenden in Frankreich adressiert werden. Nach in der Lehre vertretener Auffassung hat sich das Konzept in der französischen Unternehmenspraxis bewährt.[87] Diese Ansicht bestätigt sich bei einer Analyse der Aktionärsbasis der Air Liquide SA. Diese CAC-40-Gesellschaft war eine der ersten, die sich für die Auszahlung einer Loyalitätsdividende entschieden hat.[88] Ihr Ziel war und ist die Bildung einer *ausgewogenen und stabilen Aktionärsbasis*. Seither hat die Air Liquide SA eine solide Basis von Individualaktionären aufgebaut und die direkte Kommunikation mit ihren Aktionären verbessert.[89] Als Ergebnis davon lag der Anteil der Individualaktionäre im Zeitraum von 2004 bis 2014 konstant zwischen einer Beteiligung von 35 und 40 Prozent des Aktienkapitals, während er bei anderen CAC-40-Gesellschaften im Durchschnitt abnahm und seit der Finanzkrise unter 8 Prozent gefallen ist.[90] Per 31. Dezember 2015 erfüllten Aktien im Gesamtwert von 30 Prozent des Aktienkapitals die Voraussetzungen zur Auszahlung einer Loyalitätsdividende. Per 31. Dezember 2018 hielten mehr als 64 Prozent der Aktionäre ihre Aktien bereits während mehr als zehn Jahren.[91]

Air Liquide hat durch die Einführung von Loyalitätsdividenden eine stabilere Aktionärsbasis als der Durchschnitt der CAC-40-Gesellschaften geschaffen und den Grundstein für eine *langfristig orientierte Geschäftsstrategie* gelegt. Auch hat es die Gesellschaft geschafft, den Anteil der Aktionäre, die im Aktienbuch eingetragen sind, kontinuierlich zu steigern bzw.

---

86 Votum Marti, AB 2019 N 2385; Votum Leutenegger Oberholzer, AB 2018 N 1102.

87 MICHAEL STORCK/UWE H. SCHNEIDER, Doppeltes Stimmrecht für langfristig investierte Aktionäre im französischen Recht – Ein Beitrag zur «Nachhaltigkeitsprämie», AG 2008, 700 ff., 706, wobei aus dem Beitrag nicht eindeutig hervorgeht, worauf sich diese Aussage stützt; vgl. BOLTON/SAMANA (FN 3), 47 f.

88 DELVOIE/CLOTTENS (FN 72), 20. Sie hat die Regelung im Jahre 1993 eingeführt.

89 Siehe z.B. die Aussage «Being an Air Liquide shareholder means sharing more than just a share» auf der Website, Internet: https://www.airliquide.com/shareholders (Abruf 4.3.2020), sowie die jährlichen Shareholder Guides, Internet: https://www.airliquide.com/shareholders/media-library (Abruf 4.3.2020).

90 DELVOIE/CLOTTENS (FN 72), 20; Air Liquide SA, 2013 Reference Document, Internet: https://www.airliquide.com/sites/airliquide.com/files/2015/02/23/air-liquide_2013-reference-document_en.pdf (Abruf 4.3.2020), 71. Zuletzt nahm dieser Anteil wieder ein wenig ab auf 32 Prozent im Geschäftsjahr 2018 (siehe Air Liquide SA [FN 84], 283).

91 Zum Gesagten siehe Air Liquide SA (FN 84), 283. Zuletzt nahm der Anteil der berechtigten Aktien am Aktienkapital wieder leicht ab.

zu halten.[92] So scheint die Gesellschaft das von BELINFANTI beschriebene Konzept der *shareholder cultivation* in die Praxis umzusetzen.[93]

c) Förderung einer unkritischen Haltung von Aktionären

Es wurden Bedenken geäussert, Loyalitätsaktien würden zu einer unkritischen Haltung derjenigen Aktionäre führen, welche die Voraussetzung für die Privilegien erfüllen. Langjährige Aktionäre seien nicht zwingend die besseren Aktionäre, sondern könnten ein Unternehmen auch zugrunde richten.[94]

In Lehre und Unternehmenspraxis finden sich gegenteilige Anhaltspunkte zu diesen Bedenken. Ein Aktionär mit einem langfristigen Anlagehorizont dürfte in erster Linie daran interessiert sein, die Aktiengesellschaft in finanzieller Hinsicht gesund zu erhalten. Er denkt langfristig und ist bereit, auf kurzfristige Gewinne zu verzichten.[95] Gemäss einer Studie von U.S.-amerikanischen Unternehmen im Zeitraum von 1995 bis 2012 wirken sich langfristige Aktionäre positiv auf ein Unternehmen aus, weil sie Mittel und ein Motiv für eine *wirksame Überwachung* des Managements haben.[96] Es geht also keineswegs um die Förderung einer unbedingten, unreflektierten Loyalität des Aktionärs. Folgt man den Erkenntnissen der besagten Studie, sind Loyalitätsaktien eher geeignet, eine kritische Haltung der Aktionäre zu fördern.

d) Ungerechtfertigte Ungleichbehandlung

Es wurde kritisiert, die Haltedauer sei das falsche Kriterium, um unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten eine Rechtfertigung zu bieten. Loyalität setze mehr als eine zweijährige Haltedauer voraus.[97]

---

92 Zum Gesagten siehe Air Liquide SA (FN 84), 283.

93 Vgl. TAMARA C. BELINFANTI, Shareholder Cultivation and New Governance, Del. J. Corp. Law 2014, 789 ff., 807 f.

94 Zum Gesagten vgl. Votum Marti, AB 2019 N 2385; Votum Leutenegger Oberholzer, AB 2018 N 1102.

95 Zum Gesagten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 23), § 3 N 46.

96 JARRAD HARFORD/AMBRUS KECSKÉS/SATTAR MANSI, Do long-term investors improve corporate decision making?, J. Corp. Finance 2018, 424 ff. Die Autoren ermittelten bei Gesellschaften mit langfristigen Investoren – d.h. solchen mit geringem Portfolioumschlag – ein geringeres Mass an Ertragssteuerung und Finanzbetrug durch Leitungsorgane, häufigere Wechsel im Management sowie geringere Investitionen in Anlagen bei steigender Innovationseffizienz (basierend u.a. auf der Anzahl Patente). Die Aktionäre profitierten von einer höheren Aktienrendite aufgrund steigender Umsätze.

97 Votum Leutenegger Oberholzer, AB 2018 N 1102.

Zunächst ist festzuhalten, dass sich die Frage der Rechtfertigung der Ungleichbehandlung nicht stellt, wenn es eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für Loyalitätsaktien im Sinne des Vorschlags gibt.

Bereits unter geltendem Recht erscheint die Einführung von statutarischen Vorzugsrechten für Aktionäre aufgrund einer längeren Haltedauer nicht von vornherein unzulässig. Das sei am Beispiel der Loyalitätsdividende veranschaulicht. Erstens bedarf es nach einer in der Lehre vertretenen Auffassung nicht zwingend der Schaffung einer separaten Aktienkategorie, wenn bei der Dividendenausschüttung vom Grundsatz der Berechnung nach dem Kapitaleinsatz abgewichen wird.[98] Zumindest schliesst der Wortlaut von Art. 661 OR eine vom Grundsatz abweichende Dividendenverteilung allein aufgrund der Statuten nicht aus.[99] Zweitens kann eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bei der Dividendenausschüttung unter Umständen gerechtfertigt werden. Ziel von Loyalitätsdividenden ist die Förderung einer langfristig orientierten Aktionärsbasis. Gemäss den Indizien aus der Forschung liegt die Schaffung einer in Bezug auf die Dauer der Beteiligung *ausgewogenen Aktionärsbasis im Interesse der Gesellschaft*.[100] Wird den Aktionären mit diesem Ziel ab einer bestimmten Haltedauer eine höhere Dividende ausbezahlt, mag das vielleicht eine Ungleichbehandlung sein.[101] Weil das damit verfolgte Ziel im Gesellschaftsinteresse liegen kann, ist eine Rechtfertigung der Ungleichbehandlung denkbar, sofern das Mittel der Loyalitätsdividende verhältnismässig ist.[102]

---

98 FORSTMOSER (FN 5), 180; differenzierend DAENIKER (FN 7), 163; a.M. WOLFHART F. BÜRGI, in: Emil Beck *et al.* (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Das Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft, b/1: Rechte und Pflichten der Aktionäre (Art. 660–697), Zürich 1957, Art. 660/661 N 30; BÖCKLI (FN 23), § 12 N 510; THEO GUHL UND ANDERE, Das schweizerische Obligationenrecht, 9. A., Zürich 2000, § 67 N 38.

99 DAENIKER (FN 7), 156 f., 162 f. Zum niederländischen Recht vgl. Hoge Raad der Nederlanden, 07/11510 (CW 2516), 14.12.2007, in: NJ 2008/105, 943 ff. Das oberste Gericht der Niederlande hatte zu beurteilen, ob zur Einführung von Loyalitätsdividenden eine statutarische Grundlage genügt oder ob es zusätzlich der Schaffung einer separaten Aktienkategorie bedarf. Es hielt fest, Art. 2:92 Abs. 1 Burgerlijk Wetboek (BW/NE), dessen Wortlaut praktisch identisch ist mit Art. 661 OR, verlange keine separate Aktienkategorie, sondern lediglich die Erwähnung eines allfälligen Privilegs einzelner Aktionäre in den Statuten.

100 Siehe oben II.2.b).

101 Zum niederländischen Recht vgl. LENNARTS/KOPPERT-VAN BEEK (FN 75), 176 f., die kritisch hinterfragen, ob überhaupt eine Ungleichbehandlung vorliegt.

102 Zum Gesagten vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR; LENNARTS/KOPPERT-VAN BEEK (FN 75), 176 f., gemäss denen Loyalitätsdividenden im niederländischen Recht ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung einer langfristig orientierten Aktionärsbasis und zur Verbesserung der direkten Kommunikation mit den Aktionären sind; im Ergebnis ähnlich FORSTMOSER (FN 5), 179.

e) Einschränkung der Übertragbarkeit

Es wurde des Weiteren kritisiert, Loyalitätsaktien würden die Übertragbarkeit der Aktien einschränken.[103]

Gemäss einer Studie zu den wirtschaftlichen Folgen von Loyalitätsdividenden in Frankreich besteht nach der Einführung von Loyalitätsdividenden kein signifikantes Risiko einer Liquiditätsabnahme.[104] In der Lehre geht man davon aus, dass die Beschränkung des Privilegs pro Aktionär auf 0,5 Prozent des Aktienkapitals wesentlich zu diesem Ergebnis beiträgt. Ohne diese Beschränkung dürften institutionelle Anleger das Privileg stärker nutzen. Das würde den Druck auf die Liquidität erhöhen. Die gesetzliche Schranke schafft somit einen Ausgleich zwischen dem Interesse der Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und der Liquidität.[105] Auch gemäss der in der Schweiz vorgeschlagenen Regelung könnten die Gesellschaften das Privileg beschränken. Die Sorge hinsichtlich einer ungewollten Liquiditätsabnahme ist deshalb unbegründet.[106]

f) Fehlende Transparenz betreffend Privilegierung

Es wurden auch Bedenken hinsichtlich der fehlenden Transparenz betreffend die Privilegierung geäussert. Ein Aktienerwerber müsse wissen, welchen Anteil an einer zu beschliessenden Dividendenausschüttung er erhalte.[107]

Auch in diesem Punkt erweist sich die Kritik bei einem Vergleich mit der Unternehmenspraxis in Frankreich als nicht stichhaltig. Die Unternehmen informieren *im Rahmen ihres Geschäftsberichts* bzw. Finanzberichts über die Auszahlung der Dividende und insbesondere über den Anteil des Kapitals, auf den eine Loyalitätsdividende ausbezahlt wird.[108] Be-

---

[103] Votum Leutenegger Oberholzer, AB 2018 N 1102; VON DER CRONE/MOHASSEB (FN 10), 793; zum niederländischen Recht vgl. PIET DUFFHUES, Geen loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders, Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie 2010, 303 ff., 310 f.

[104] ZÖHRE TALI/FRANK JAN DE GRAAF, Loyaliteitsdividend, registratiedividend en institutionele beleggers: «Vaste relatie of betaalde liefde?», Ondernemingsrecht 2007, 139 ff., 140 m.w.H. Grundlage der Untersuchung war die Preisentwicklung der Titel von Air Liquide und Lafarge.

[105] Zum Gesagten siehe BOOTSMA (FN 74), 35.

[106] Ist die jederzeitige Veräusserbarkeit gewährleistet, hat der Aktionär weder eine zusätzliche Pflicht noch ein grösseres wirtschaftliches Risiko. Ein Konflikt mit Art. 680 Abs. 1 OR ist somit zumindest auf den ersten Blick nicht gegeben. Zur entsprechenden Kritik siehe VON DER CRONE/MOHASSEB (FN 10), 793.

[107] Zum Ganzen siehe Votum Leutenegger Oberholzer, AB 2018 N 1102.

[108] Siehe oben FN 84.

reits nach geltendem schweizerischen Recht sind börsenkotierte Gesellschaften verpflichtet, den Geschäftsbericht zu veröffentlichen.[109] Die nötige Transparenz über das Ausmass der Berechtigung ist damit gewährleistet.

g) Konsequenzen bei Sanierungen und Unternehmensnachfolgen

Schliesslich wurde kritisiert, bestehende Privilegierungen durch Loyalitätsaktien könnten Sanierungsbemühungen erschweren.[110] Darüber hinaus wollte der Ständerat mit seinem Postulat mitunter wissen, wie sich Loyalitätsaktien auf Unternehmensnachfolgen auswirken würden.[111]

Einer Gesellschaft ist es unbenommen, im Falle einer Sanierungssituation neben den bereits bestehenden Loyalitätsprivilegien *weitere Privilegien* vorzusehen, die für Anleger interessant sein können (z.B. Vorzugsaktien oder Loyalitätsoptionen nach dem Vorbild von Michelin).[112] So liesse sich – sofern überhaupt nötig – die Besserstellung der Loyalitätsaktionäre relativieren. Die Bedenken, dass Sanierungen bei Gesellschaften mit Loyalitätsaktien erschwert würden, ist deshalb auch unbegründet.

Auch die Frage zum Bestand von Loyalitätsdividenden im Falle einer Unternehmensnachfolge klärt sich bei einem *Rechtsvergleich*. Im französischen Recht wird die bisherige Haltedauer im Rahmen einer Erbteilung dem bzw. den Erben angerechnet, sofern es sich dabei um den Ehegatten bzw. die Ehegattin oder einen erbberechtigten Familienangehörigen handelt. In anderen Fällen findet keine Anrechnung statt.[113] Allfällige verbleibende Unklarheiten lassen sich mit hinreichend präzisen Statutenbestimmungen vermeiden.

IV. Fazit

Unter dem Begriff Loyalitätsaktien werden unterschiedliche Vorzugsrechte für längerfristige Aktionäre zusammengefasst. Sie zielen ab auf die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Diesem Regelungszweck liegen die Bedenken gegenüber

---

109 Bei einer Kotierung an der SIX siehe Art. 35 FinfraG i.V.m. Art. 49 KR.

110 Votum Leutenegger Oberholzer, AB 2018 N 1102.

111 Postulat RK-S (18.4092), Auswirkungen von «Loyalitätsaktien».

112 Siehe oben FN 15.

113 Zum Gesagten siehe oben III.2.a).

den suboptimalen Auswirkungen einer zunehmend kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt zugrunde. Die Erkenntisse der empirischen Forschung scheinen diese Bedenken zu bestätigen. Sie deuten mehrheitlich auf die Vorteile langfristiger Aktionäre hin.[114]

Auch in der Schweiz wird die Einführung von Loyalitätsaktien in Betracht gezogen. Geht es nach den bisherigen Beschlüssen des Nationalrats, soll das schweizerische Aktienrecht Gesellschaften ermöglichen, langfristig beteiligte Aktionäre zu bevorzugen. Möglich sein sollen eine höhere Dividendenausschüttung, eine höhere Rückzahlung von Kapitalreserven sowie Vorzugsrechte und ein vorteilhafter Ausgabebetrag bei der Ausgabe neuer Aktien oder der Einräumung von Optionsrechten.[115]

Den in Lehre und Politik geäusserten Bedenken stehen die überwiegend positiven Erfahrungen mit vergleichbaren Konzepten von Loyalitätsaktien im Ausland gegenüber. Insbesondere in der französischen Unternehmenspraxis haben sich Loyalitätsdividenden bewährt. Das Beispiel der Air Liquide SA bestätigt, dass Loyalitätsdividenden einen Beitrag zur Bildung einer ausgewogenen und stabilen Aktionärsbasis leisten können. Die bisher geäusserten Bedenken gegenüber Loyalitätsaktien lassen sich mit einem Rechtsvergleich entkräften.[116] Allfällige verbleibende Unklarheiten lassen sich mit hinreichend präzisen Statutenbestimmungen vermeiden.[117]

Es bleibt deshalb zu hoffen, dass der Gesetzgeber dereinst eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für Loyalitätsaktien schaffen wird. Angesichts der Studienlage zu den Auswirkungen kurzfristiger Aktionäre lässt sich vorsichtig ein Regelungsbedarf zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ableiten. Trotz allfälliger Bedenken sollte der Gesetzgeber den Gesellschaften nicht verbieten, längerfristigen Aktionären statutarisch bestimmte Privilegien einzuräumen. Vielmehr sollte er es den Gesellschaften ermöglichen, den aus ihrer Sicht unerwünschten Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt mit aktienrechtlichen Mitteln entgegenzutreten.

---

114 Zum Ganzen siehe oben II.

115 Zum Ganzen siehe oben III.1.

116 Immerhin ist einzuräumen, dass sich dieser Vergleich zum Vorzugsrecht und dem günstigeren Ausgabebetrag bei der Schaffung von neuem Kapital bzw. der Einräumung von Optionsrechten nicht ziehen lässt. Das bedürfte einer separaten Auseinandersetzung mit deren Wirkungsweisen. Wirken diese Mittel ähnlich wie Loyalitätsdividenden, ist aber nicht einzusehen, weshalb die gesellschaftsrechtliche Gestaltungsfreiheit nicht entsprechend ausgeweitet werden sollte.

117 Zum Ganzen siehe oben III.2.