

Dr. iur. Christoph Burckhardt

Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht de lege lata und de lege ferenda

Loyalitätsdividenden, Loyalitätsoptionen,
Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorweg-
zeichnungsrecht: Normkonzepte zur Förderung
und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen?

Dr. iur. Christoph Burckhardt

Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht de lege lata und de lege ferenda

Loyalitätsdividenden, Loyalitätsoptionen,
Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorweg-
zeichnungsrecht: Normkonzepte zur Förderung
und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen?

ZÜRCHER DISSERTATION

Abdruck der von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich genehmigten Dissertation.

Open-Access-Gold

Publiziert mit Unterstützung des Schweizerischen Nationalfonds zur Förderung der wissenschaftlichen Forschung.

Publiziert von:

Dike Verlag

Weinbergstrasse 41

CH-8006 Zürich

www.dike.ch

Text © Burckhardt Christoph 2023

ISBN (Paperback: 978-3-03891-504-1 (Dike Verlag AG)

ISBN (PDF): 978-3-03929-029-1

DOI: <https://doi.org/10.3256/978-3-03929-029-1>



Dieses Werk ist lizenziert unter
Creative Commons Lizenz CC BY-NC-ND.

Für Maria

Dank

An dieser Stelle möchte ich mich bei verschiedenen Personen für ihre Unterstützung beim Verfassen meiner Arbeit bedanken.

Mein erster, herzlicher Dank für die ausgezeichnete Betreuung geht an meinen Doktorvater Prof. Dr. Rolf Watter, der meine Arbeit mit wohlwollendem Interesse verfolgte, mir stets für den fachlichen Austausch zur Verfügung stand und mir mit wertvollen Hinweisen einen stärkeren Einbezug der Praxis ermöglichte. Ebenso herzlich bedanke ich mich bei meinem Zweitbetreuer Prof. Dr. Hans-Ueli Vogt, der mir mit der Aufnahme als wissenschaftlicher Assistent an seinem Lehrstuhl ermöglicht hat, am Puls der Aktienrechtsrevision zu sein, und mich über diese Arbeit hinaus beim wissenschaftlichen Arbeiten stets gefördert und unterstützt hat.

Für das kompetente inhaltliche Lektorat meines Manuskripts und zahlreiche wertvolle Rückmeldungen und Anregungen danke ich von ganzem Herzen Herrn MLaw Christian Schlumpf, der mir ein überaus wertvoller Partner für angeregte Fachdiskussionen war und immer ein offenes Ohr für komplexe Fragestellungen hatte, sowie Herrn lic. iur. Markus Widmer, der mich auf meinem Weg in fachlichen und persönlichen Gesprächen stets mit Interesse begleitet und unterstützt hat. Mein herzlicher Dank für das sprachliche Lektorat geht an Herrn lic. phil. I Martin A.P. Gantenbein, der das Manuskript mit unvergleichlicher sprachlicher Exaktheit gegengelesen und auf seine innere Logik geprüft hat.

Danken möchte ich sodann Herrn Prof. Dr. Peter Forstmoser für die Aufnahme der Dissertation in die Schriftenreihe «Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht».

Die vorliegende Arbeit wurde im Frühlingsemester 2022 von der Fakultätsversammlung der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich als Dissertation abgenommen. Das Manuskript wurde im Juni 2021 abgeschlossen. Für die Publikation wurde später erschienene Literatur und Rechtsprechung vereinzelt nachgeführt.

Bei der Erstellung dieser Arbeit, gleich wie auch in allen anderen Lebenslagen, durfte ich jederzeit auf den bedingungslosen Rückhalt meiner geliebten Ehefrau Dr. Maria Burckhardt-Zimmermann zählen. Für die immerwährende und fürsorgliche Unterstützung jeglicher Art bin ich ihr unendlich dankbar. Ihr sei diese Arbeit gewidmet.

Basel, im Dezember 2022

Christoph Burckhardt

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXXIII
Literaturverzeichnis	XLVII
Materialienverzeichnis	XCI
Einleitung	1
1. Teil: Aktionärsloyalität und langfristige Aktionärsbeteiligungen	5
§ 1 Begriff und Inhalt der Aktionärsloyalität	9
§ 2 Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen	79
§ 3 Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen	227
2. Teil: Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht de lege lata	281
§ 4 Loyalitätsdividenden	285
§ 5 Loyalitätsbezugsrechte	407
§ 6 Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht	471
§ 7 Loyalitätsoptionen	533
3. Teil: Ausblick betreffend Loyalitätsaktien de lege ferenda	593
§ 8 Bisherige Gesetzgebungsarbeiten	597
§ 9 Regelungsvorschläge	609
4. Teil: Schlussbetrachtung	617
§ 10 Zusammenfassung	619
§ 11 Fazit	625
Anhang – Vorschläge für Muster-Statutenbestimmungen	627
Anhang 1 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden	631
Anhang 2 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte	635
Anhang 3 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht	637
Anhang 4 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsoptionen	639
Stichwortverzeichnis	641

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXXIII
Literaturverzeichnis	XLVII
Materialienverzeichnis	XCI
Einleitung	1
I. Ausgangslage	1
II. Ziel und Aufbau	2
1. Teil: Aktionärsloyalität und langfristige Aktionärsbeteiligungen	5
§ 1 Begriff und Inhalt der Aktionärsloyalität	9
I. Loyalität	9
A. Wortherkunft	10
1. Identität von Loyalität und Treue	10
2. Bedeutungsreihen von Treue	11
3. Fazit	13
B. Begriffsverständnisse	13
1. Philosophisches Begriffsverständnis	13
2. Rechtswissenschaftliches Begriffsverständnis	14
a) Loyalität als Rechtsbegriff	14
b) Zusammenhang zwischen Loyalität und Treue	16
c) Zusammenfassung	18
3. Ökonomisches Begriffsverständnis	19
C. Begriff der Loyalität im Rahmen der vorliegenden Untersuchung	21
1. Gegenüberstellung von Wortherkunft und Begriffsverständnissen	21
2. Begriffsverständnis im Rahmen der vorliegenden Untersuchung	22
II. Aktionärsloyalität	24
A. Kern der Aktionärsloyalität	25
1. Aktionärsloyalität als Interessenwahrung	25
2. Verhalten entsprechend dem Leitbild der Aktionärsloyalität	27
B. Abgrenzung der Aktionärsloyalität von Treu und Glauben	27
C. Subjekt und Objekt der Aktionärsloyalität	29
1. Aktionär als Subjekt der Aktionärsloyalität	29
2. Gesellschaft als Objekt der Aktionärsloyalität	31

D. Wahrung des Gesellschaftsinteresses als Inhalt der Aktionärsloyalität	32
1. Ausgangspunkt	33
a) Normativer versus deskriptiver Charakter des Gesellschaftsinteresses	33
b) Interessenpluralistische versus interessenmonistische Theorie	33
c) Folgenorientierte Auslegung des Gesellschaftsinteresses	35
2. Gesellschaftsinteresse in Gesetz und Rechtsprechung	36
a) Selbständigkeit gegenüber den Aktionärsinteressen	36
aa) Anhaltspunkte im Gesetz	36
bb) Rechtsprechung des Bundesgerichts	38
cc) Zusammenfassung	40
b) Gewinnstrebigkeit	41
c) Nachhaltiges Gedeihen des Unternehmens	42
3. Stellungnahme	43
E. Keine Verpflichtung zur Aktionärsloyalität	45
1. Keine gesetzliche Treuepflicht	45
a) Fehlen einer ausdrücklichen gesetzlichen Grundlage	45
b) Treuepflicht als Widerspruch zur beschränkten Leistungspflicht des Aktionärs	46
c) Zwischenfazit	48
2. Zulässigkeit einer statutarischen Treuepflicht?	48
a) Ausgangslage	48
b) Grammatikalische Auslegung	50
c) Systematische Auslegung	53
aa) Indizien für die Zulässigkeit einer Treuepflicht	53
bb) Indizien für die Unzulässigkeit einer Treuepflicht	54
cc) Zwischenfazit	55
d) Historische Auslegung	55
aa) Vorentwürfe zum Obligationenrecht	55
bb) Erlass des Obligationenrechts 1881	57
cc) Revision des Obligationenrechts 1936	57
dd) Revision des Aktienrechts 1991	58
ee) Revision des GmbH-Rechts 2007	59
ff) Revision des Aktienrechts 2020	59
gg) Zwischenfazit	60
e) Teleologische Auslegung	61
aa) Schutz der Aktionäre vor unerwarteten Risiken	61
bb) Schutz öffentlicher Interessen	63
cc) Bedeutung des Gesetzeszwecks in Bezug auf den Umfang des Nebenleistungsverbots	64
dd) Zwischenfazit	66

f) Fazit	67
aa) Nichtigkeit	67
bb) Konversion	68
3. Zulässigkeit einer vertraglichen Treuepflicht?	69
a) Verträge zwischen Gesellschaft und Aktionären	69
b) Aktionärsbindungsverträge	72
4. Fazit	73
III. Zusammenfassung	74
A. Loyalität	74
B. Aktionärsloyalität	75
§ 2 Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen . .	79
I. Methodisches Vorgehen bei der Zielermittlung	80
A. Ermittlung des Ziels analog der Methode der Rechtsetzung	80
B. Vorgehen	81
II. Ausgangspunkt und Impulsgebung	82
A. Ausgangspunkt	82
1. Vorläufige Problemstellung	83
2. Vorläufige Zielformulierung	85
B. Impulsgebung	87
1. Politische Impulse	88
a) Politische Impulse in der Schweiz	88
b) Politische Impulse aus dem Ausland	91
2. Feststellung von Mängeln des geltenden Rechts als Impuls	93
III. Gesetzliche Wertung hinsichtlich der Dauer der Aktionärsbeteiligung? . .	95
A. Unterschiedliche Ausgangslage bei börsenkotierten und nicht börsenkotierten Gesellschaften	96
B. Daueraktionär versus Spekulationsaktionär	98
1. Daueraktionär	99
a) Unternehmeraktionär	99
b) Anlegeraktionär	99
2. Spekulationsaktionär	100
C. Wertung des Aktienrechts betreffend Dauer der Aktionärsbeteiligung	100
1. Keine ausdrückliche Wertung	100
2. Implizite Wertung aufgrund des Effizienzziels des Aktienrechts?	102
a) Grundsatz rechtsökonomischer Betrachtung	102
b) Effizienzziel des Aktienrechts	103
aa) Übersicht über die Gesetzgebungsziele	103
bb) Effizienz im Handelsrecht im Allgemeinen	104

c)	Effizienz im Aktienrecht im Besonderen	105
c)	Bemessung der Effizienz	107
aa)	Kaldor-Hicks-Kriterium als Ausgangspunkt	107
bb)	Umsetzung durch Kosten-Nutzen-Rechnung	109
d)	Gestaltungsfreiheit als Mittel des Effizienzziels	110
3.	Zwischenfazit	112
IV.	Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt	113
A.	Vorbemerkung zum Einbezug empirischer Erkenntnisse	114
1.	Notwendigkeit eines interdisziplinären Ansatzes	114
2.	Ökonomische Theorie als Grundlage der Empirie	115
a)	Zusammenhang zwischen Theorie und Empirie	115
b)	Ökonomische Theorie zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt	116
aa)	Grundannahme	116
bb)	Modelle zu allokatonsineffizienten Kapitalmärkten	116
c)	Modelle zu ineffizienten Arbeitsmärkten für Leitungsorgane	118
dd)	Modelle zu Fehlern des Managements	119
c)	Zwischenfazit	120
3.	Schwierigkeiten beim Einbezug empirischer Erkenntnisse	120
a)	Verfügbarkeit empirischer Daten	120
b)	Schwierigkeiten der empirischen Messung	122
B.	Indizien für Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt	125
1.	Übersicht	125
2.	Zusammenhang zwischen Haltedauer, Aktienumschlag und kurzfristiger Orientierung?	126
a)	Argumentation	126
b)	Kritische Würdigung	127
aa)	Schwierige Interpretation von Haltedauer und Umschlagsquote	127
bb)	Kurze Haltedauern als Ausdruck des funktionierenden Markts für Unternehmenskontrolle	129
3.	Zwischenfazit	131
C.	Empirische Erkenntnisse zu den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung auf die Unternehmen	132
1.	Umfragestudien	133
a)	Verbreitung und Methode	133
b)	Überblick über Studienergebnisse	134
c)	Kritische Würdigung	135
2.	Verhaltensstudien	137
a)	Verbreitung und Methode	137

b)	Überblick über Studienergebnisse	137
c)	Kritische Würdigung	138
3.	Studien zu Investitionen in Forschung und Entwicklung	139
a)	Verbreitung und Methode	139
b)	Überblick über Studienergebnisse	139
aa)	Marktreaktion auf höhere Ausgaben im Bereich F&E	140
bb)	Marktreaktion auf Einsparungen im Bereich F&E	140
cc)	Kurzfristige Vergütungsanreize und F&E-Ausgaben	141
dd)	Zusammenhang zwischen Übernahmen und Investitionen	141
ee)	Vergleich des Investitionsverhaltens börsenkotierter und nicht börsenkotierter Gesellschaften	142
ff)	Folgen höherer Aktienliquidität	146
c)	Kritische Würdigung	147
4.	Studien zu den Auswirkungen aktivistischer Aktionäre	148
a)	Verbreitung und Methode	148
b)	Überblick über Studienergebnisse	148
c)	Kritische Würdigung	150
5.	Studien zu verkürzten Entscheidungshorizonten von Leitungsorganen	151
a)	Verbreitung und Methode	151
b)	Überblick über Studienergebnisse	152
aa)	Auswirkungen des nahenden Endes der Amtszeit von Leitungsorganen	152
bb)	Auswirkungen längerer Dauer der Amtszeit von CEOs	154
cc)	Auswirkungen variabler Vergütungsmodelle und von Vergütungskürzungen	155
c)	Kritische Würdigung	156
6.	Studien zu den Auswirkungen kurzfristiger Aktionärsbeteiligungen	157
a)	Verbreitung und Methode	157
b)	Empirische Operationalisierung und Überblick über Studien mit Feststellungen zu negativen Auswirkungen kurzfristiger Aktionäre	158
aa)	Drei-Gruppen-Modell	158
bb)	Portfolioumschlag und Investorenumschlag	162
cc)	Gewichtete Umschlagsrate einer Aktie	164
dd)	Daten aus kommerziellen Datenbanken	166
c)	Gegenteilige Studien	168
d)	Kritische Würdigung	169
D.	Empirische Erkenntnisse zu den Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft	171

1. Überblick	171
2. Einzelne Volkswirtschaften	172
a) Vereinigtes Königreich	172
b) USA	173
c) Schweiz	177
3. Vergleich mehrerer Volkswirtschaften	178
a) Weltweiter Vergleich	178
b) Vereinigtes Königreich und USA	179
c) Europa	180
E. Zusammenfassung der empirischen Erkenntnisse und Zwischenfazit .	182
1. Zusammenfassung	182
a) Beobachtbare Phänomene zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt	182
b) Zusammenfassung der empirischen Erkenntnisse zu den	
Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt auf	
die Unternehmen	183
c) Zusammenfassung der empirischen Erkenntnisse zu den	
Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft	185
2. Zwischenfazit	186
V. Analyse des Problems kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt	188
A. Problemdefinition	188
1. Beschaffenheit des Problems	189
2. Ursache des Problems	190
a) Übermässige Abzinsung künftiger Erträge	190
b) Relativierung der Kapitalmarkteffizienzhypothese	191
c) Überbewertung langfristiger Erträge als Gegenargument	192
aa) Beispielhafte Würdigung langfristiger Erträge	192
bb) Systematische Überbewertung langfristiger Erträge	193
d) Zwischenfazit	194
aa) Ursache	194
bb) Mögliche Massnahmen	194
3. Umfeld des Problems	196
4. Bisherige Massnahmen	197
a) Aktionäre als Zielgruppe	197
aa) Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre	197
bb) Anpassung der Regeln zur Ad-hoc-Publizität und zur	
Geschäftsberichterstattung	198
cc) Verstärkung der Kommunikation zwischen Aktionären	
und Gesellschaft	199
dd) Indexierung langfristig orientierter Gesellschaften	200
ee) Zwischenfazit	200
b) Intermediäre als Zielgruppe	201

aa)	Verhaltensrichtlinien und Transparenzvorschriften	201
bb)	Langfristige Vergütungsanreize	202
cc)	Regeln zur Stimmrechtsvertretung	202
dd)	Zwischenfazit	203
c)	Leitungsorgane als Zielgruppe	204
aa)	Vergütung der Leitungsorgane	204
bb)	Gesetzliche Pflichten und Best-Practice-Empfehlungen	205
cc)	Zwischenfazit	206
d)	Erkenntnisse	206
5.	Dynamik und Dauerhaftigkeit	208
6.	Betroffenheit	210
7.	Schnittstellen	211
8.	Folgen eines Handlungsverzichts	213
B.	Zielpräzisierung	215
VI.	Zusammenhang zwischen Aktionärsloyalität und Dauer der Aktionärsbeteiligung	216
A.	Aufrechterhalten und Verkauf der Beteiligung als Ausdruck von Aktionärsloyalität	217
B.	Abgrenzung zur Aktionärstreue	218
VII.	Fazit	219
A.	Im Allgemeinen: legitimes aktienrechtliches Ziel	219
B.	Im Besonderen: Wahrung der aktienrechtlichen Grundprinzipien	221
1.	Wahrung des Sachlichkeitsgebots	221
2.	Wahrung des Gleichbehandlungsgebots	222
3.	Wahrung des Rechtsmissbrauchsverbots	224
§ 3	Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen	227
I.	Grundsatzfragen der Zielverwirklichung	227
A.	Inhaltliche Grundsatzfragen	228
1.	Regelungsgegenstand	228
2.	Geltungsbereich	228
3.	Art und Intensität des Eingriffs	229
4.	Zwischenfazit	229
B.	Formelle Grundsatzfragen	230
1.	Regelungsart	230
2.	Normstufe und systematische Einordnung	231
a)	Normstufe	231
b)	Systematische Einordnung	231

aa)	Einordnung im Aktienrecht	231
bb)	Einordnung im Rechnungslegungsrecht	232
cc)	Einordnung im Kapitalmarktrecht	233
dd)	Einordnung im Steuerrecht	234
ee)	Zwischenfazit	235
3.	Regelungsaufbau	236
II.	Regelungsinstrument	237
A.	Übersicht über mögliche Regelungsinstrumente	237
B.	Angemessenheit von Anreizen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen	238
C.	Anreize und Paternalismus	240
III.	Übersicht über unterschiedliche Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen	242
A.	Loyalitätsaktien	243
1.	Regelungsgegenstand	243
a)	Umschreibung	243
b)	Abgrenzung	245
2.	Verbreitung	247
a)	Loyalitätsstimmrechte	247
b)	Loyalitätsdividenden	247
c)	Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht	248
3.	Auswirkungen	249
a)	Auswirkungen von Loyalitätsstimmrechten	249
aa)	Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen	249
bb)	Auswirkungen auf den Kapitalmarkt	253
b)	Auswirkungen von Loyalitätsdividenden	255
aa)	Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen	255
bb)	Auswirkungen auf den Kapitalmarkt	257
c)	Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten und des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts	257
aa)	Gemeinsame Ausführungen	257
bb)	Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten	258
cc)	Auswirkungen des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts	262
B.	Loyalitätsoptionen für Aktionäre	264
1.	Regelungsgegenstand	264
2.	Verbreitung	265
3.	Auswirkungen	265
a)	Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen	265
b)	Auswirkungen auf den Kapitalmarkt	267

C. Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre . . .	268
1. Regelungsgegenstand	268
2. Verbreitung	269
3. Auswirkungen	269
a) Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen . . .	269
b) Auswirkungen auf den Kapitalmarkt	271
D. Weitere Konzepte	271
1. Regelungsgegenstände	271
2. Verbreitung	273
3. Auswirkungen	274
a) Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen . . .	274
b) Auswirkungen auf den Kapitalmarkt	276
E. Zwischenfazit	276
IV. Zusammenfassung und Fazit	278
A. Zusammenfassung	278
B. Fazit	279
2. Teil: Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht de lege lata	281
§ 4 Loyalitätsdividenden	285
I. Grundmodell	285
A. Formelle Grundsätze	286
B. Materielle Grundsätze	287
1. Vorbemerkung	287
2. Persönlicher Anwendungsbereich	288
3. Minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung	289
4. Nachweis der Berechtigung	289
a) Eintrag im Aktienbuch	289
aa) Namenaktien	289
bb) Inhaberaktien	290
b) Zusätzliche Erklärung des Aktionärs betreffend die wirtschaftliche Berechtigung	292
aa) Risiko vor Umgehung des Regelungszwecks	292
bb) Erklärung zur wirtschaftlichen Berechtigung als Lösungsansatz	293
c) Berechtigung in besonderen Konstellationen	295
aa) Teilweiser Verkauf der Beteiligung	295
bb) Übertragung durch Güter- oder Erbrecht	296
cc) Umstrukturierungen	297
dd) Gemeinschaftliches Eigentum	300

e) Nutzniessung und Pfandrecht an Aktien	301
5. Abhängigkeit vom Recht auf Dividende	303
6. Entstehung und Untergang der Berechtigung	303
7. Art der Privilegierung	304
8. Mass der Privilegierung	306
II. Materielle Gültigkeit	308
A. Anwendbares Recht	309
B. Zustandekommen von Statutenklauseln betreffend Loyalitätsdividenden	311
1. Loyalitätsdividenden als möglicher Statuteninhalt	311
a) Gesetzliche Schranken	311
b) Loyalitätsdividenden als Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses	312
2. Erforderlichkeit einer statutarischen Grundlage	313
3. Erforderlichkeit einer separaten Aktienkategorie?	314
a) Ausgangslage	314
b) Grammatikalische Auslegung	315
c) Systematische Auslegung	316
d) Historische Auslegung	318
e) Zeitgemässe Auslegung	319
f) Teleologische Auslegung	320
g) Zwischenfazit	321
4. Form der Statuten und Beschlussquorum	322
a) Form der Statuten	322
b) Beschlussquorum	322
5. Wirksamkeit der Statutenklausel	324
6. Notwendiger Inhalt	325
a) Vorbemerkung zur Bestimmtheit der Regelung	325
b) Voraussetzungen der Berechtigung	326
c) Mass der Berechtigung	326
d) Beginn der Berechtigung	327
e) Weitere Angaben	327
C. Subjektiver Geltungsbereich	328
1. Einleitung	328
2. Bindungswirkung für die Gesellschaft	328
3. Bindungswirkung für die Aktionäre	329
a) Anordnungs-kompetenz der Gesellschaft	329
b) Vom Geltungsbereich erfasste Mitglieder der Gesellschaft	329
aa) Umfassender und beschränkter Geltungsbereich	329

bb) Geltung für bestehende und neue Aktionäre	330
cc) Keine Geltung für ausgetretene Aktionäre	334
4. Bindungswirkung für Organmitglieder	335
a) Anordnungs-kompetenz der Gesellschaft	335
b) Vom Geltungsbereich erfasste Organe	337
aa) Vorbemerkung	337
bb) Organbegriff	337
cc) Vom Geltungsbereich erfasste Organe	339
5. Bindungswirkung für Dritte	341
6. Bindungswirkung im Konzern	342
7. Fazit	343
D. Objektiver Geltungsbereich	343
1. Einleitung	343
2. Auszahlung eines höheren Gewinnanteils	344
E. Zeitlicher Geltungsbereich	345
III. Aktienrechtliche Zulässigkeit	345
A. Aktionärsrechte als Schranke der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit	346
1. Aktienrechtliche Gestaltungsfreiheit als Ausgangspunkt	346
2. Kategorien von Aktionärsrechten	347
3. In Bezug auf Loyalitätsdividenden zu beachtende Aktionärsrechte	349
a) Kein ausdrückliches Verbot von Loyalitätsdividenden	349
b) Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten	349
c) Sachlichkeitsgebot	350
d) Gleichbehandlungsgebot	351
e) Rechtsmissbrauchsverbot	352
f) Einschränkung der Untersuchung	353
B. Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten	354
1. Ausgestaltung des Nebenleistungsverbots	354
a) Allgemeines	354
b) Adressatenkreis	355
c) Inhalt und Schranken	355
d) Rechtsfolge im Falle eines Verstosses	356
2. Loyalitätsdividenden und Nebenleistungsverbot	356
a) Loyalitätsdividenden und der Schutz vor ungewollten Verpflichtungen	356
aa) Keine rechtliche Verpflichtung der Aktionäre	356
bb) Faktische Verpflichtung der Aktionäre?	358
cc) Zwischenfazit	361

b)	Loyalitätsdividenden und der Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien	363
3.	Rechtsfolgen eines Verstosses	367
a)	Nichtigkeit	367
aa)	Nichtigkeitsgrund	367
bb)	Verfahren	369
b)	Konversion	371
aa)	Ähnliche Zwecksetzung	371
bb)	Unterschiedlicher Erfolg	371
4.	Fazit	373
C.	Verbot der Ungleichbehandlung	375
1.	Ausgestaltung des Gleichbehandlungsgebots	375
a)	Allgemeines	376
b)	Adressatenkreis	376
c)	Inhalt und Schranken	378
aa)	Relative und absolute Gleichbehandlung	378
bb)	Gleichbehandlung bei der Zuordnung und Handhabung von Aktionärsrechten	379
cc)	Materielle statt formeller Gleichbehandlung	380
dd)	Zwischenfazit	381
d)	Abweichungen	381
aa)	Zweckmässigkeit des Beschlusses	381
bb)	Eignung	388
cc)	Erforderlichkeit	388
dd)	Verhältnismässigkeit im engeren Sinne	391
2.	Loyalitätsdividenden und das Gleichbehandlungsgebot	392
a)	Vorliegen einer Ungleichbehandlung?	392
b)	Rechtfertigung der Ungleichbehandlung	393
aa)	Zweckmässigkeit	394
bb)	Eignung	395
cc)	Erforderlichkeit	396
dd)	Verhältnismässigkeit im engeren Sinne	397
ee)	Zwischenfazit	398
3.	Rechtsfolgen eines Verstosses	399
a)	Anfechtbarkeit	399
aa)	Anfechtungsgrund	399
bb)	Verfahren	400
b)	Konversion	403
4.	Fazit	403
IV.	Fazit und Ausgestaltung der Statutenbestimmung	404

§ 5	Loyalitätsbezugsrechte	407
I.	Grundmodell	408
A.	Formelle Grundsätze	409
B.	Materielle Grundsätze	410
1.	Vorbemerkung	410
2.	Persönlicher Anwendungsbereich	411
3.	Minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung	412
4.	Nachweis der Berechtigung	413
a)	Eintrag im Aktienbuch	413
aa)	Namenaktien	413
bb)	Inhaberaktien	414
b)	Zusätzliche Erklärung des Aktionärs betreffend die wirtschaftliche Berechtigung	414
c)	Berechtigung in besonderen Konstellationen	415
aa)	Teilweiser Verkauf der Beteiligung	415
bb)	Übertragung durch Güter- oder Erbrecht	415
cc)	Umstrukturierungen	415
dd)	Gemeinschaftliches Eigentum	417
ee)	Nutzniessung und Pfandrecht	417
5.	Abhängigkeit vom Bezugsrecht	418
6.	Entstehung und Untergang der Berechtigung	418
7.	Art der Privilegierung	419
8.	Mass der Privilegierung	420
II.	Materielle Gültigkeit	422
A.	Anwendbares Recht	422
B.	Zustandekommen einer Statutenklausel betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten	423
1.	Loyalitätsbezugsrechte als möglicher Statuteninhalt	423
a)	Gesetzliche Schranken	423
b)	Loyalitätsbezugsrechte als Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses	423
2.	Erforderlichkeit einer statutarischen Grundlage	424
3.	Erforderlichkeit einer separaten Aktienkategorie	424
a)	Ausgangslage	424
b)	Grammatikalische Auslegung	425
c)	Systematische Auslegung	425
d)	Historische Auslegung	426
e)	Zeitgemässe Auslegung	427
f)	Teleologische Auslegung	428
g)	Zwischenfazit	428

4.	Form der Statuten und Beschlussquorum	429
	a) Form der Statuten	429
	b) Beschlussquorum	429
5.	Wirksamkeit der Statutenklausel	430
6.	Notwendiger Inhalt	431
	a) Vorbemerkung zur Bestimmtheit der Regelung	431
	b) Voraussetzungen der Berechtigung	432
	c) Mass der Berechtigung	432
	d) Beginn der Berechtigung	432
	e) Weitere Angaben	433
C.	Subjektiver Geltungsbereich	433
	1. Bindungswirkung für die Gesellschaft	433
	2. Bindungswirkung für die Aktionäre	434
	a) Anordnungscompetenz der Gesellschaft	434
	b) Vom Geltungsbereich erfasste Mitglieder der Gesellschaft	434
	aa) Umfassender und beschränkter Geltungsbereich	434
	bb) Geltung für bestehende und neue Aktionäre	435
	cc) Keine Geltung für ausgetretene Aktionäre	436
	3. Bindungswirkung für Organmitglieder	436
	4. Bindungswirkung für Dritte	437
	5. Bindungswirkung im Konzern	437
	6. Fazit	437
D.	Objektiver Geltungsbereich	438
E.	Zeitlicher Geltungsbereich	439
III.	Aktienrechtliche Zulässigkeit	439
	A. Aktionärsrechte als Schranke der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit	440
	B. Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten	442
	1. Ausgestaltung des Nebenleistungsverbots	442
	2. Loyalitätsbezugsrechte und Nebenleistungsverbot	443
	a) Loyalitätsbezugsrechte und der Schutz vor ungewollten Verpflichtungen	443
	aa) Keine rechtliche Verpflichtung der Aktionäre	443
	bb) Faktische Verpflichtung der Aktionäre?	444
	cc) Zwischenfazit	447
	b) Loyalitätsbezugsrechte und der Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien	448
	3. Rechtsfolgen eines Verstosses	450
	a) Nichtigkeit	450
	aa) Nichtigkeitsgrund	450

bb) Verfahren	452
b) Konversion	452
4. Fazit	454
C. Verbot der Ungleichbehandlung	456
1. Ausgestaltung des Gleichbehandlungsgebots	456
2. Loyalitätsbezugsrechte und das Gleichbehandlungsgebot	457
a) Vorliegen einer Ungleichbehandlung?	457
b) Rechtfertigung der Ungleichbehandlung	458
aa) Zweckmässigkeit	458
bb) Eignung	460
cc) Erforderlichkeit	461
dd) Verhältnismässigkeit im engeren Sinne	461
ee) Zwischenfazit	463
3. Rechtsfolgen eines Verstosses	463
a) Anfechtbarkeit	463
aa) Anfechtungsgrund	463
bb) Verfahren	464
b) Konversion	466
4. Fazit	467
IV. Fazit und Ausgestaltung der Statutenbestimmung	468
§ 6 Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht	471
I. Grundmodell	472
A. Formelle Grundsätze	473
B. Materielle Grundsätze	475
1. Vorbemerkung	475
2. Persönlicher Anwendungsbereich	475
3. Minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung	477
4. Nachweis der Berechtigung	477
a) Eintrag im Aktienbuch	477
aa) Namenaktien	477
bb) Inhaberaktien	479
b) Zusätzliche Erklärung des Aktionärs betreffend wirtschaftliche Berechtigung	479
c) Berechtigung in besonderen Konstellationen	480
aa) Teilweiser Verkauf der Beteiligung	480
bb) Übertragung durch Güter- oder Erbrecht	480
cc) Umstrukturierungen	480
dd) Gemeinschaftliches Eigentum	481
ee) Nutzniessung und Pfandrecht	481
5. Abhängigkeit vom Vorwegzeichnungsrecht	482

6. Entstehung und Untergang der Berechtigung	483
7. Art der Privilegierung	483
8. Mass der Privilegierung	484
II. Materielle Gültigkeit	486
A. Anwendbares Recht	486
B. Zustandekommen einer Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht	487
1. Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht als möglicher Statuteninhalt	487
a) Gesetzliche Schranken	487
b) Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht als Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses	487
2. Erforderlichkeit einer statutarischen Grundlage	488
3. Erforderlichkeit einer separaten Aktienkategorie	489
a) Ausgangslage	489
b) Grammatikalische Auslegung	489
c) Systematische Auslegung	489
d) Historische Auslegung	490
e) Zeitgemässe Auslegung	491
f) Teleologische Auslegung	492
g) Zwischenfazit	493
4. Form der Statuten und Beschlussquorum	493
a) Form der Statuten	493
b) Beschlussquorum	494
5. Wirksamkeit der Statutenklausel	495
6. Notwendiger Inhalt	495
a) Vorbemerkung zur Bestimmtheit der Regelung	495
b) Voraussetzungen der Berechtigung	496
c) Mass der Berechtigung	497
d) Beginn der Berechtigung	497
e) Weitere Angaben	497
C. Subjektiver Geltungsbereich	498
1. Bindungswirkung für die Gesellschaft	498
2. Bindungswirkung für die Aktionäre	498
a) Anordnungscompetenz der Gesellschaft	498
b) Vom Geltungsbereich erfasste Mitglieder der Gesellschaft	499
aa) Umfassender und beschränkter Geltungsbereich	499
bb) Geltung für bestehende und neue Aktionäre	500
cc) Keine Geltung für ausgetretene Aktionäre	501
3. Bindungswirkung für Organmitglieder	501

4. Bindungswirkung für Dritte	502
5. Bindungswirkung im Konzern	502
6. Fazit	502
D. Objektiver Geltungsbereich	503
E. Zeitlicher Geltungsbereich	503
III. Aktienrechtliche Zulässigkeit	504
A. Aktionärsrechte als Schranke der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit	504
B. Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten	505
1. Ausgestaltung des Nebenleistungsverbots	505
2. Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und Nebenleistungsverbot	506
a) Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und der Schutz vor ungewollten Verpflichtungen	506
aa) Keine rechtliche Verpflichtung der Aktionäre	506
bb) Faktische Verpflichtung der Aktionäre?	507
cc) Zwischenfazit	510
b) Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und der Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien	511
3. Rechtsfolgen eines Verstosses	513
a) Nichtigkeit	514
aa) Nichtigkeitsgrund	514
bb) Verfahren	515
b) Konversion	515
4. Fazit	516
C. Verbot der Ungleichbehandlung	518
1. Ausgestaltung des Gleichbehandlungsgebots	518
2. Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und Gleichbehandlungsgebot	519
a) Vorliegen einer Ungleichbehandlung?	519
b) Rechtfertigung der Ungleichbehandlung	521
aa) Zweckmässigkeit	521
bb) Eignung	522
cc) Erforderlichkeit	524
dd) Verhältnismässigkeit im engeren Sinne	524
ee) Zwischenfazit	525
3. Rechtsfolgen eines Verstosses	526
a) Anfechtbarkeit	526
aa) Anfechtungsgrund	526
bb) Verfahren	527
b) Konversion	529
4. Fazit	529
IV. Fazit und Ausgestaltung der Statutenbestimmung	530

§ 7	Loyalitätsoptionen	533
I.	Grundmodell	534
A.	Formelle Grundsätze	535
B.	Materielle Grundsätze	537
1.	Vorbemerkung	537
2.	Persönlicher Anwendungsbereich	537
3.	Minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung	539
4.	Nachweis der Berechtigung	539
a)	Eintrag im Aktienbuch	539
aa)	Namenaktien	539
bb)	Inhaberaktien	540
b)	Zusätzliche Erklärung des Aktionärs betreffend wirtschaftliche Berechtigung	541
c)	Berechtigung in besonderen Konstellationen	541
aa)	Teilweiser Verkauf der Beteiligung	541
bb)	Übertragung durch Güter- oder Erbrecht	542
cc)	Umstrukturierungen	542
dd)	Gemeinschaftliches Eigentum	542
ee)	Nutzniessung und Pfandrecht	543
5.	Abhängigkeit vom Bezugsrecht	543
6.	Entstehung und Untergang der Berechtigung	544
7.	Art der Privilegierung	544
8.	Mass der Privilegierung	545
II.	Materielle Gültigkeit	547
A.	Anwendbares Recht	548
B.	Zustandekommen einer Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen	548
1.	Loyalitätsoptionen als möglicher Statuteninhalt	548
a)	Gesetzliche Schranken	548
b)	Loyalitätsoptionen als Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses	549
2.	Erforderlichkeit einer statutarischen Grundlage	549
3.	Erforderlichkeit einer separaten Aktienkategorie	550
4.	Form der Statuten und Beschlussquorum	551
a)	Form der Statuten	551
b)	Beschlussquorum	551
5.	Wirksamkeit der Statutenklausel	552
6.	Notwendiger Inhalt	553
a)	Vorbemerkung zur Bestimmtheit der Regelung	553

b)	Voraussetzungen der Berechtigung	553
c)	Mass der Berechtigung	554
d)	Beginn der Berechtigung	554
e)	Weitere Angaben	555
C.	Subjektiver Geltungsbereich	555
1.	Bindungswirkung für die Gesellschaft	555
2.	Bindungswirkung für die Aktionäre	556
a)	Anordnungscompetenz der Gesellschaft	556
b)	Vom Geltungsbereich erfasste Mitglieder der Gesellschaft	556
aa)	Umfassender und beschränkter Geltungsbereich	556
bb)	Geltung für bestehende und neue Aktionäre	557
cc)	Keine Geltung für ausgetretene Aktionäre	558
3.	Bindungswirkung für Organmitglieder	558
4.	Bindungswirkung für Dritte	559
5.	Bindungswirkung im Konzern	559
6.	Fazit	559
D.	Objektiver Geltungsbereich	560
E.	Zeitlicher Geltungsbereich	560
III.	Aktienrechtliche Zulässigkeit	561
A.	Aktionärsrechte als Schranke der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit	561
B.	Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten	563
1.	Ausgestaltung des Nebenleistungsverbots	563
2.	Loyalitätsoptionen und Nebenleistungsverbot	563
a)	Loyalitätsoptionen und der Schutz vor ungewollten Verpflichtungen	564
aa)	Keine rechtliche Verpflichtung der Aktionäre	564
bb)	Faktische Verpflichtung der Aktionäre?	565
cc)	Zwischenfazit	568
b)	Loyalitätsoptionen und der Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien	569
3.	Rechtsfolgen eines Verstosses	571
a)	Nichtigkeit	571
aa)	Nichtigkeitsgrund	571
bb)	Verfahren	572
b)	Konversion	573
4.	Fazit	574
C.	Verbot der Ungleichbehandlung	576
1.	Ausgestaltung des Gleichbehandlungsgebots	576

2. Loyalitätsoptionen und Gleichbehandlungsgebot	577
a) Vorliegen einer Ungleichbehandlung?	577
b) Rechtfertigung der Ungleichbehandlung	579
aa) Zweckmässigkeit	579
bb) Eignung	581
cc) Erforderlichkeit	582
dd) Verhältnismässigkeit im engeren Sinne	585
ee) Zwischenfazit	585
3. Rechtsfolgen eines Verstosses	586
a) Anfechtbarkeit	586
aa) Anfechtungsgrund	586
bb) Verfahren	587
b) Konversion	589
4. Fazit	589
IV. Fazit und Ausgestaltung der Statutenbestimmung	590
3. Teil: Ausblick betreffend Loyalitätsaktien de lege ferenda	593
§ 8 Bisherige Gesetzgebungsarbeiten	597
I. Gesetzesentwürfe im Rahmen der Aktienrechtsrevision	597
A. Loyalitätsdividenden	597
B. Loyalitätsbezugsrechte im Zusammenhang mit Kapitalband und ordentlicher Kapitalerhöhung	599
1. Vorzugsrecht	599
2. Tieferer Ausgabebetrag	601
C. Loyalitätsbezugsrechte im Zusammenhang mit Aktionärsoptionen	603
1. Vorzugsrecht	603
2. Tieferer Optionspreis	604
II. Kommissionspostulat zu den Auswirkungen von Loyalitätsaktien	606
III. Interpretation des Ergebnisses der Einigungskonferenz	607
§ 9 Regelungsvorschläge	609
I. Im Allgemeinen	609
II. Im Besonderen	610
A. Vorbemerkungen	610
B. Loyalitätsdividenden	612
C. Loyalitätsoptionen	613

4. Teil: Schlussbetrachtung	617
§ 10 Zusammenfassung	619
I. Aktionärsloyalität und langfristige Aktionärsbeteiligungen	619
II. Loyalitätsaktien und -optionen im schweizerischen Recht de lege lata	621
III. Ausblick betreffend Loyalitätsaktien und -optionen de lege ferenda	622
§ 11 Fazit	625
Anhang – Vorschläge für Muster-Statutenbestimmungen	627
Anhang 1 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden	631
Anhang 2 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte	635
Anhang 3 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht	637
Anhang 4 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsoptionen	639
Stichwortverzeichnis	641

Abkürzungsverzeichnis

aAFG	frühere Fassung des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Anlagefondsgesetz; SR 951.31)
ABl.	Amtsblatt (CH und EU)
Acad. Manag. J.	Academy of Management Journal (Ada, OH, USA)
Acad. Manag. Proc.	Academy Management Proceedings (San Diego, CA, USA)
Account. Rev.	The Accounting Review (Sarasota, FL, USA)
AcP	Archiv für civilistische Praxis (Tübingen, DE)
AG	Aktiengesellschaft(en)/Kanton Aargau
AISUF	Arbeiten aus dem Juristischen Seminar der Universität Freiburg (Freiburg i. Üe.)
AJP	Aktuelle Juristische Praxis (Zürich)
AktG/DE	(deutsches) Aktiengesetz vom 6. September 1965
altnord.	Altnordisch
Am. Econ. Rev.	American Economic Review (Nashville, TN, USA)
Am. Sociol. Rev.	American Sociological Review (Albany, NY, USA)
AmtlBull	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung (bis 1962: StenBull)
aOR	frühere Fassung des Obligationenrechts
AppGer	Appellationsgericht
ArbVG/AT	(österreichisches) Bundesgesetz betreffend die Arbeitsverfassung vom 14. Dezember 1973 (Arbeitsverfassungsgesetz; BGBl. Nr. 22/1974)
AS	Eidgenössische Gesetzessammlung. Amtliche Sammlung der Bundesgesetze und Verordnungen. Titel seit 1948: Sammlung der eidgenössischen Gesetze. Amtliche Sammlung der Bundesgesetze und Verordnungen. Seit 1969: Sammlung der Eidgenössischen Gesetze.
ASIP	Association suisse des institutions de prévoyance (= Schweizerischer Pensionskassenverband)
ASR	Abhandlungen zum schweizerischen Recht (Bern)
ASX	Australian Securities Exchange
Assogestioni	Associazione Italiana del Risparmio Gestito (Rom, IT)

Abkürzungsverzeichnis

AT	Österreich
AU	Australien
Aufl.	Auflage
Aust. J. Manag.	Australian Journal of Management (Los Angeles, CA, USA)
BBl	Bundesblatt
Bd.	Band
BE	Belgien
BEA	United States Bureau of Economic Analysis (Washington, D.C., USA)
BEG	Bundesgesetz über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008 (Bucheffektengesetz; SR 957.1)
betr.	betreffend
BGB	(deutsches) Bürgerliches Gesetzbuch vom 18. August 1896
BGBI.	Bundesgesetzblatt (DE/AT)
BGer	Schweizerisches Bundesgericht in Lausanne
BGH	(deutscher) Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des deutschen Bundesgerichtshofes in Zivilsachen (Köln, DE)
BIP	Bruttoinlandprodukt
BIS	Bank of International Settlements (Basel)
BIS Q. Rev.	BIS Quarterly Review (Basel)
BN	Der Bernische Notar (Bern)
Br. J. Manag.	British Journal of Management (Hoboken, NJ, USA)
Br. J. Political Sci.	British Journal of Political Science (Cambridge, UK)
BS	Kanton Basel-Stadt
BSK	Basler Kommentar (Basel/Genf/München)
BStR/A	Basler Studien zur Rechtswissenschaft, Reihe A: Privatrecht (Basel)
BT-Drucks.	Deutscher Bundestag Drucksache
Bull. Joly Sociétés	Bulletin Joly Sociétés (Issy-les-Moulineaux, FR)
Bus. Hist. Rev.	The Business History Review (Boston, MA, USA)
Bus. Law.	The Business Lawyer (Chicago, IL, USA)
Bus. Strategy Environ.	Business Strategy and the Environment (Chichester, UK)

BV	Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 (SR 101)
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 25. Juni 1982 (SR 831.40)
BVGer	Schweizerisches Bundesverwaltungsgericht in St. Gallen
BW/NE	(niederländisches) Burgerlijk Wetboek
BwA	Berner wirtschaftswissenschaftliche Abhandlungen (Bern)
BYU Law Rev.	Brigham Young University Law Review (Provo, UT, USA)
bzw.	beziehungsweise
C.com./FR	(französischer) Code de commerce
C.soc./BE	(belgischer) Code des sociétés
CA	California (USA)/Canada
Calif. Law Rev.	California Law Review (Berkeley, CA, USA)
Calif. Manag. Rev.	California Management Review (Berkeley, CA, USA)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CESR	Committee of European Securities Regulators (seit 2011: ESMA)
CF	Corporate Finance (Düsseldorf, DE)
CH	Confoederatio Helvetica (= Schweizerische Eidgenossenschaft)
CHK	Handkommentar zum Schweizer Privatrecht (Zürich)
CN	Volksrepublik China
CO	Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations; SR 220)
Columbia Bus. Law Rev.	Columbia Business Law Review (New York, NY, USA)
Columbia J. Eur. Law	Columbia Journal of European Law (New York, NY, USA)
Columbia Law Rev.	Columbia Law Review (New York, NY, USA)
Contemp. Account. Res.	Contemporary Accounting Research (Mississauga, ON, CA)
Cornell Law Rev.	Cornell Law Review (Ithaca, NY, USA)
Corp.	Corporation
Corp. Gov.	Corporate Governance: An International Review (Oxford, UK)
CR	Commentaire Romand (Basel/Genf/München)
Crit. Finance Rev.	Critical Finance Review (Hanover, MA, USA)

CVP	Christlichdemokratische Volkspartei
D.C.	District of Columbia (USA)
D.C. Cir.	U.S. Court of Appeals for the District of Columbia Circuit
d.h.	das heisst
DB	Der Betrieb (Düsseldorf, DE)
DE	Delaware/Deutschland
Del. J. Corp. Law	Delaware Journal of Corporate Law (Wilmington, DE, USA)
DK	Dänemark
Econ. Geogr.	Economic Geography (Worcester, MA, USA)
Econ. J.	The Economic Journal (Oxford, UK)
EF	Expert Focus (Zürich)
en.	englisch
Enth.	Enthaltung(en)
Erasmus Law Rev.	Erasmus Law Review (Rotterdam, NL)
ES	Spanien
ESMA	European Securities and Markets Authority (= Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
et al.	et alii (= und andere)
etc.	et cetera (= usw.)
EU-Aktionärsrechte-	Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen richtlinie Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre (ABl. L 132 vom 20. Mai 2017, 1 ff.)
Eur. Account. Rev.	European Accounting Review (Abingdon, UK)
Eur. Financ. Manag.	European Financial Management (Oxford, UK)
Eur. J. Fin.	European Journal of Finance (Andover, UK)
Eur. J. Political Res.	European Journal of Political Research (Oxford, UK)
f.	und folgende (Seite, Note usw.)
ff.	und folgende (Seiten, Noten usw.)
FI	Finnland
Financ. Anal. J.	Financial Analysts Journal (New York, NY, USA)
Financ. Manag.	Financial Management (Malden, MA, USA)

FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz; SR 958.1)
FinfraV	Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, SR 958.11)
FL	Florida (USA)
Fla. State Univ. Law Rev.	Florida State University Law Review (Tallahassee, FL, USA)
Found. Trends Finance	Foundations and Trends in Finance (Hanover, MA, USA)
FR	Kanton Freiburg/Frankreich
fr.	französisch
FRC	The Financial Reporting Council
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003 (Fusionsgesetz; SR 221.301)
FZR	Freiburger Zeitschrift für Rechtsprechung (Freiburg)
gem.	gemäss
goth.	gothisch
GR	Kanton Graubünden/Griechenland
GVP	Gerichts- und Verwaltungspraxis (St. Gallen/Zug)
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review (Brighton, MA, USA)
Harv. Law Rev.	Harvard Law Review (Cambridge, MA, USA)
HEC	Hautes Études Commerciales
HGer	Handelsgericht
HOC	House of Commons
HRegV	Handelsregisterverordnung vom 17. Oktober 2007 (SR 221.411)
HU	Humboldt-Universität
i.S.	in Sachen
i.S.v.	im Sinne von
i. Üe.	im Üechtland
IE	Irland
IL	Illinois (USA)

Abkürzungsverzeichnis

Ind. Corp. Change insb.	Industrial and Corporate Change (Oxford, UK) insbesondere
Int. J. Financial Serv.	International Journal of Financial Services (Brussels, BE)
Int. J. Prod. Econ.	International Journal of Production Economics (Amsterdam, NE)
InterContinental	InterContinental Finance & Law Magazine Finance & Law (Bolney, UK)
IPRG	Bundesgesetz vom 18. Dezember 1987 über das Inter- nationale Privatrecht (SR 291)
IS	Island
ISG	Investor Stewardship Group (USA)
IT	Italien
J. Account. Econ.	Journal of Accounting and Economics (Amsterdam, NE)
J. Account. Public Policy	Journal of Accounting & Public Policy (Amsterdam, NE)
J. Account. Res.	Journal of Accounting Research (Malden, MA, USA)
J. Appl. Corp. Finance	Journal of Applied Corporate Finance (Hoboken, NJ, USA)
J. Bus.	The Journal of Business (Chicago, IL, USA)
J. Bus. Econ.	Journal of Business Economics and Management (Vilnius, LT)
J. Corp. Finance	Journal of Corporate Finance (Hoboken, NJ, USA)
J. Corp. Law	Journal of Corporation Law (Iowa City, IA, USA)
J. Econ. Behav. Organ.	Journal of Economic Behavior & Organization (Amsterdam, NE)
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature (Nashville, TN, USA)
J. Econ. Manag. Strategy	Journal of Economics & Management Strategy (Cambridge, MA, USA)
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives (Nashville, TN, USA)
J. Econ. Surv.	Journal of Economic Surveys (London, UK)
J. Finance	The Journal of Finance (Malden, MA, USA)
J. Financ. Econ.	Journal of Financial Economics (Amsterdam, NE)
J. Financ. Quant. Anal.	Journal of Financial Quantitative Analytics (Seattle, WA, USA)
J. Financ. Res.	Journal of Financial Research (Malden, MA, USA)
J. Financ. Serv. Res.	Journal of Financial Services Research (New York, NY)

J. Financ. Stab.	Journal of Financial Stability (Amsterdam, NE)
J. Law Soc.	Journal of Law and Society (Oxford, UK)
J. Leg. Stud.	Journal of Legal Studies (Chicago, IL, USA)
J. Manag. Account. Res.	Journal of Management Accounting Research (Sarasota, FL, USA)
J. Mark. Res.	Journal of Marketing Research (Chicago, IL, USA)
J. Multinatl. Financ.	Journal of Multinational Financial Management Manag. (Amsterdam, NE)
J. Pers. Soc. Psychol.	Journal of Personality and Social Psychology (Washington, D.C., USA)
J. Policy Anal. Manag.	Journal of Policy Analysis and Management (Hoboken, NJ, USA)
J. Political Econ.	Journal of Political Economy (Chicago, IL, USA)
J. Portf. Manag.	Journal of Portfolio Management (New York, NY, USA)
JAR	Jahrbuch des Schweizerischen Arbeitsrechts (Bern)
JCP E	La Semaine Juridique. Entreprise et affaires (Paris, FR)
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics (Tübingen, DE)
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht (Den Haag, NL)
JP	Japan
Jus Privatum	Jus Privatum. Beiträge zum Privatrecht (Tübingen, DE)
JZ	Juristenzeitung (Eigenschreibweise: JuristenZeitung; Tübingen, DE)
Kamerstukken II	Drucksache Niederländische Zweite Kammer der Generalstaaten
KGer	Kantonsgericht
KoR	Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (Düsseldorf, DE)
KR BX	Kotierungsreglement der BX Swiss AG vom 25. Januar 2018
KR SIX	Kotierungsreglement der SIX Exchange Regulation AG vom 25. Oktober 2018
Law Financial Mark. Rev.	Law and Financial Markets Review (Oxford, UK)
LDP	Liberal-demokratische Partei Basel-Stadt
LDIP	Loi fédérale du 18 décembre 1987 sur le droit international privé (SR 291)

Abkürzungsverzeichnis

LeGes	Gesetzgebung & Evaluation: Mitteilungsblatt der Schweizerischen Gesellschaft für Gesetzgebung (SGG) und der Schweizerischen Evaluationsgesellschaft (SEVAL) (Bern)
LPS	Libérale Partei der Schweiz (1913–2009)
LSC/ES	Ley de Sociedades de Capital (Spanien)
Ltd.	Limited Company (= en. Aktiengesellschaft)
LU	Kanton Luzern/Luxemburg
LugÜ	Übereinkommen vom 30. Oktober 2007 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (Lugano-Übereinkommen; SR 0.275.12)
m.a.W.	mit anderen Worten
m.H.	mit Hinweis(en)
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
MA	Massachusetts (USA)
MAB	Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie
Manag. Sci.	Management Science (Hanover, MD, USA)
Manag. Decis.	Management Decision (Bradford, UK)
Market. Sci.	Marketing Science (Linthicum, MD, USA)
MD	Maryland (USA)
MI	Michigan (USA)
Mich. Bus. &	Michigan Business & Entrepreneurial Law Review Entrepreneurial Law Rev. (Ann Arbor, MI, USA)
MitbestG/DE	(deutsches) Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer vom 4. Mai 1976 (Mitbestimmungsgesetz; BGBl. I S. 1153, zuletzt geändert durch Gesetz vom 22. Dezember 2011, BGBl. I S. 3044)
MN	Minnesota (USA)
N.V.	Naamloze Vennootschap (= nl. Aktiengesellschaft)
NAPF	National Association of Pension Funds (London, UK)
NBER	National Bureau of Economic Research (Cambridge, MA, USA)
nbf	neue betriebswirtschaftliche forschung (Wiesbaden, DE)
NC	North Carolina (USA)
NE	Niederlande

XL

NJ	Niederlandse Jurisprudentie (Zwolle, NE)/New Jersey (USA)
NJF	Niederlandse Jurisprudentie Feitenrechtspraak civiele uitspraken (Deventer, NE)
NL	Niederlande
nl.	niederländisch
NO	Norwegen
No.	Number (= en. Nummer)
NR	Nationalrat
Nr.	Nummer
NSW	New South Wales (AU)
NWB	Neue Wirtschafts-Briefe (Herne, DE)
NY	New York (USA)
NZZ	Neue Zürcher Zeitung (Zürich)
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development (= Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OGAW-Richtlinie	Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW; ABl. L 302 vom 17. November 2009, 32 ff.)
OGer	Obergericht
OH	Ohio
ON	Ontario
OR	Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht; SR 220)/Oregon (USA)
ParlG	Bundesgesetz vom 13. Dezember 2002 über die Bundesversammlung (Parlamentsgesetz; SR 171.10)
PIFF	Publikationen des Instituts für Föderalismus Freiburg Schweiz (Bern)
plc	public limited company (UK)
PT	Portugal
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics (Boston, MA, USA)
Q. Rev. Econ. Bus.	Quarterly Review of Economics and Business (Urbana-Champaign, IL)

Abkürzungsverzeichnis

resp.	respektive
Rev. Corp. Finance Stud.	Review of Corporate Finance Studies (Cary, NC, USA)
Rev. Econ. Stat.	Review of Economics and Statistics (Cambridge, MA, USA)
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies (Oxford, UK)
Rev. Finance	Review of Finance (Oxford, UK)
Rev. Financ. Stud.	Review of Financial Studies (New York, NY, USA)
RHW	Reihe Handels- und Wirtschaftsrecht (Zürich)
RiU	Recht in privaten und öffentlichen Unternehmen (Zürich)
Riv. dir. comm.	Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni (Padova, IT)
RK-N	Kommission für Rechtsfragen des Nationalrats
RK-S	Kommission für Rechtsfragen des Ständerats
RT	Schriften zur Rechtstheorie (Berlin, DE)
S.A.	Société anonyme (FR)
S.C.A.	Société en Commandite par Actions (= fr. Kommanditaktien-gesellschaft; FR)
S&P	Standard and Poor's Corporation (New York, NY, USA)
SAG	Schweizerische Aktiengesellschaft (Zürich; seit 1990: SZW)
SAHW	Studien zum Arbeits-, Handels- und Wirtschaftsrecht (Baden-Baden, DE)
SAV	Schweizerischer Anwaltsverband
SBF	Société des Bourses Françaises
SchlB	Schlussbestimmungen
Schmalenbach Bus. Rev.	Schmalenbach Business Review (Düsseldorf, DE)
SE	Schweden
Seattle Univ. Law Rev.	Seattle University Law Review (Tacoma, WA, USA)
SEC	Securities and Exchange Commission (Washington, D.C., USA)
SG	Kanton St. Gallen/Singapur
SHAB	Schweizerisches Handelsamtsblatt (Bern)
SHG	Schriften zum Handels- und Gesellschaftsrecht (Hamburg)
SI	Statutory Instruments

sic!	Zeitschrift für Immaterialgüter-, Informations- und Wettbewerbsrecht (Bern)
SIR	Schriftenreihe des Instituts für internationales Recht und internationale Beziehungen (Basel)
SJ	La Semaine judiciaire (Genf)
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung (Zürich)
Sloan Manag. Rev.	Sloan Management Review (Cambridge, MA, USA)
Socio-Econ. Rev.	Socio-Economic Review (Oxford, UK)
sog.	sogenannt(e/s)
South. Calif. Law Rev.	Southern California Law Review (Los Angeles, CA, USA)
Sp.	Spalte
SPI	Swiss Performance Index der SIX Swiss Exchange
SR	Ständerat/Systematische Sammlung des Bundesrechts (Systematische Rechtssammlung)
SSB	Schweizer Schriften zum Bankrecht (Zürich)
SSF	Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht (Zürich)
SSHW	Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht (Zürich/St. Gallen)
SSiW	Schriften zum schweizerischen und internationalen Wirtschaftsrecht (Zürich/Basel/Genf)
ST	Der Schweizer Treuhänder (Zürich)
Stanf. Law Rev.	Stanford Law Review (Stanford, CA, USA)
Strat. Manag. J.	Strategic Management Journal (Chichester, UK)
StenBull	Amtliches stenographisches Bulletin der Bundesversammlung (bis und mit 1962; danach: AmtlBull)
SzA	Schriften zum (neuen) Aktienrecht (Zürich/Basel/Genf)
SZIER	Schweizerische Zeitschrift für internationales und europäisches Recht (Zürich)
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (Zürich)
Technol. Anal.	Technology Analysis & Strategic Management Strateg. Manag. (London, UK)
Tex. Law Rev.	Texas Law Review (Austin, TX, USA)
TN	Tennessee (USA)
TREX	Der Treuhandexperte (Basel)

Abkürzungsverzeichnis

TUF/IT	Testo Unico della Finanza (Italien)
TX	Texas (USA)
U.S.	United States of America
u.U.	unter Umständen
UeB	Übergangsbestimmungen
UEK	Übernahmekommission
UEV	Verordnung der Übernahmekommission vom 21. August 2008 über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung; SR 954.195.1)
UK	United Kingdom (= Vereinigtes Königreich)
UN	United Nations
Univ. Chic. Law Rev.	University of Chicago Law Review (Chicago, IL, USA)
Univ. Ill. Law Rev.	University of Illinois Law Review (Champaign, IL, USA)
Univ. Pa. Law Rev.	University of Pennsylvania Law Review (Philadelphia, PA, USA)
UNSW Law J.	University of New South Wales Law Journal (Kensington, NSW, AU)
USA	United States of America
usw.	und so weiter
UT	Utah (USA)
VA	Virginia (USA)
Va. Law Rev.	Virginia Law Review (Charlottesville, VA, USA)
VegüV	Verordnung vom 20. September 2013 gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (SR 221.331)
VGer	Verwaltungsgericht
VStG	Bundesgesetz vom 13. Oktober 1965 über die Verrechnungssteuer (Verrechnungssteuergesetz; SR 642.21)
WA	Washington (USA)
WAK-N	Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats
WEF	World Economic Forum
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Frankfurt am Main, DE)

WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie (s-Gravenhage, NE)
Yale Law J.	Yale Law Journal (New Haven, CT, USA)
z.B.	zum Beispiel
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins (Bern)
ZBl	Schweizerisches Zentralblatt für Staats- und Verwaltungsrecht (Zürich)
ZBR n.F.	Zürcher Beiträge zur Rechtswissenschaft, Neue Folge (Zürich)
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 2007 (SR 210)
ZGer	Zivilgericht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (Berlin, DE)
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (Heidelberg, DE)
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht (Basel)
ZStP	Zürcher Studien zum Privatrecht (Zürich)
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft (Frankfurt am Main, DE)

Literaturverzeichnis

- ABARBANELL JEFFERY/BERNARD VICTOR, Is the U.S. Stock Market Myopic?, *J. Account. Res.* 2000, 221 ff.
- ACHLEITNER ANN-KRISTIN/BETZER ANDRÉ/GIDER JASMIN, Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Fund and Private Equity Fund Activities?, *Eur. Financ. Manag.* 2010, 805 ff.
- AGHION PHILIPPE/VAN REENEN JOHN/ZINGALES LUIGI, Innovation and Institutional Ownership, *Am. Econ. Rev.* 2013, 277 ff.
- AHRENS HEINRICH LUDOLF, *Drys und seine Sippe, Etymologische Untersuchung*, Hannover (DE) 1866.
- ALIOTH RÉMI, Do Activist Investors Add Value? European Evidence, Masterarbeit St. Gallen, St. Gallen 2018.
- ALLAIRE YVAN/FIRSIROTU MIHAELA, Hedge Funds as Activist Shareholders Passing Phenomenon or Grave-Diggers of Public Corporations, Version vom 27.01.2007, SSRN Electronic Journal 2007.
- AMBACHTSHEER JANE/POLLICE RYAN/WALTZER ED/VANDERPOL SEAN, *Building a Long-Term Shareholder Base, Assessing the Potential of Loyalty-Driven Securities*, New York (NY, USA) 2013.
- ANDERSON ANNE/BROCKMAN PAUL, An Examination of 13F Filings, *J. Financ. Res.* 2018, 295 ff.
- ARMOUR JOHN/CHEFFINS BRIAN, Stock Market Prices and the Market for Corporate Control, *Univ. Ill. Law Rev.* 2016, 761 ff.
- ARMOUR JOHN/HANSMANN HENRY/KRAAKMAN REINIER, Agency Problems and Legal Strategies, in: Kraakman Reinier H./Armour John/Davies Paul/Enriques Luca/Hansmann Henry/Hertig Gerard/Hopt Klaus/Kanda Hideki/Pargendler Mariana/Ringe Wolf-Georg/Rock Edward (Hrsg.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford (UK) 2017, 29 ff.
- ARMOUR JOHN/HANSMANN HENRY/KRAAKMAN REINIER H./PARGENDLER MARIANA, What Is Corporate Law?, in: Kraakman Reinier H./Armour John/Davies Paul/Enriques Luca/Hansmann Henry/Hertig Gerard/Hopt Klaus/Kanda Hideki/Pargendler Mariana/Ringe Wolf-Georg/Rock Edward (Hrsg.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford (UK) 2017, 1 ff.
- ARNOLD GLEN, *Handbook of Corporate Finance, A business companion to financial markets, decisions & techniques*, 2. Aufl., Harlow (UK) 2010.
- ARONOVITZ ALBERTO/FROSINSKI JULIA/VIENNET CAROLE, *Ausgewählte Fragen im Aktienrecht, EU, Deutschland, Frankreich, Liechtenstein, Luxemburg, Österreich, Spanien, Stand 29.07.2016, E-Avis ISDC 2017-03*, Lausanne 2016.
- ASIP/AUSGLEICHSFONDS AHV/IV/EO/ECONOMIESUISSE/ETHOS/SCHWEIZERISCHE BANKIERVEREINIGUNG/SWISSHOLDINGS, *Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften*, Zürich 2013.

- ASKER JOHN/FARRE-MENSA JOAN/LJUNGQVIST ALEXANDER, Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?, *Rev. Financ. Stud.* 2015, 342 ff.
- ASNESS CLIFFORD/HAZELKORN TODD/RICHARDSON SCOTT, Buyback Derangement Syndrome, *J. Portf. Manag.* 2018, 50 ff.
- ASPEN INSTITUTE, Overcoming Short-Termism, A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management, September 9, 2009, Washington (D.C., USA) 2009.
- ASSOGESTIONI, Italian Stewardship Principles for the exercise of administrative and voting rights in listed companies, Rom (IT) 2016.
- ASX CORPORATE GOVERNANCE COUNCIL, Corporate Governance Principles and Recommendations, Sydney (AU) 2019.
- AYRES IAN, Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market, *Va. Law Rev.* 1991, 945 ff.
- BÄCHLER FRANZISKA/VON DER CRONE HANS CASPAR, Überprüfung von Generalversammlungsbeschlüssen, *Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 4A.205/2008 vom 19. August 2008 i.S. A. sowie Association des Amis du Journal de Genève et Gazette de Lausanne (Beschwerdeführer) gegen Société Anonyme du Journal de Genève et de la Gazette de Lausanne, in Liquidation (Beschwerdegegnerin)*, *SZW* 2009, 310 ff.
- BACHMANN GREGOR, Der «Europäische Corporate Governance-Rahmen», *Zum Grünbuch 2011 der Europäischen Kommission*, *WM* 2011, 1301 ff.
- BAETGE JÖRG/THIELE STEFAN, Disclosure and Auditing as Affecting Corporate Governance, in: Hopt Klaus J. (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance*, Oxford (UK) 1998, 719 ff.
- BAINBRIDGE STEPHEN M., Director Primacy and Shareholder Disempowerment, *Harv. Law Rev.* 2006, 1735 ff.
- BALLESTER MARTA/GARCIA-AYUSO MANUEL/LIVNAT JOSHUA, The economic value of the R&D intangible asset, *Eur. Account. Rev.* 2003, 605 ff.
- BÄR ROLF, Grundprobleme des Minderheitenschutzes in der Aktiengesellschaft, *ZBJV* 1959, 369 ff. (zit. BÄR, Grundprobleme).
- BÄR ROLF, Aktuelle Fragen des Aktienrechts, *ZSR II* 1966, 321 ff. (zit. BÄR, Aktuelle Fragen).
- BÄR ROLF, Kognitionsbefugnisse des Handelsregisterführers, *BN* 1978, 410 ff. (zit. BÄR, Kognitionsbefugnisse).
- BÄR ROLF, Die Kognition des Handelsregisterführers, *REPRAX* 1/2000, 53 ff. (zit. BÄR, Handelsregisterführer).
- BARBERIS NICHOLAS/THALER RICHARD, Chapter 18, A Survey of Behavioral Finance, in: Constantinides George M./Harris Milton/Stulz René M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam (NE)/Boston (MA, USA) 2003, 1053 ff.
- BARRY BRIAN, Review Article: 'Exit, Voice, and Loyalty', *Br. J. Political Sci.* 1974, 79 ff.
- BARTLOMÉ FRITZ, Die Statuten der Aktiengesellschaft, *Diss. Bern*, Bern 1949 (= *BwA* Nr. 55).

- BARTON DOMINIC, Capitalism for the Long Term, *Harv. Bus. Rev.* 3/2011, 85 ff.
- BÄRTSCHI HARALD, Verantwortlichkeit im Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich 2001 (= SSHW Nr. 210).
- BARZUZA MICHAL/TALLEY ERIC L., Long-Term Bias, May 2019, ECGI Law Working Paper N° 449/2019, Brüssel (BE) 2019.
- BAUEN MARC/BERNET ROBERT, Schweizer Aktiengesellschaft, Aktienrecht, Fusionsrecht, Börsenrecht, Steuerrecht, Zürich 2007.
- BAUM OLIVIER/VON DER CRONE HANS CASPAR, Durchsetzungsordnung für Verantwortlichkeitsansprüche im Konkurs, *SZW* 2016, 232 ff.
- BAUMANN MAJA R., Die Familienholding, Diss. Zürich, Zürich 2005 (= SSHW Nr. 244).
- BEBCHUK LUCIAN A., The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value, *Columbia Law Rev.* 2013, 1637 ff.
- BEBCHUK LUCIAN A./FRIED JESSE M., Pay without performance, The unfulfilled promise of executive compensation, Cambridge (MA, USA) 2004.
- BEBCHUK LUCIAN A./STOLE LARS A., Do Short-Term Objectives Lead to Under- or Overinvestment in Long-Term Projects?, *J. Finance* 1993, 719 ff.
- BECHT MARCO/FRANKS JULIAN/GRANT JEREMY, Hedge fund activism in Europe: does privacy matter?, in: Hill Jennifer G./Thomas Randall S. (Hrsg.), *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham (UK)/Northampton (MA, USA) 2015, 116 ff.
- BECHT MARCO/FRANKS JULIAN/GRANT JEREMY/WAGNER HANNES F., Returns to Hedge Fund Activism: An International Study, *Rev. Financ. Stud.* 2017, 2933 ff.
- BECHT MARCO/KAMISARENKA YULIYA/PAJUSTE ANETE, Loyalty Shares with Tenure Voting – Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment, February 2020, ECGI Law Working Paper N° 398/2018, Brüssel (BE) 2020.
- BELINFANTI TAMARA, Shareholder Cultivation and New Governance, *Del. J. Corp. Law* 2014, 789 ff.
- BELLOC FILIPPO, Corporate Governance and Innovation: A Survey, *J. Econ. Surv.* 2012, 835 ff.
- BENA JAN/FERREIRA MIGUEL A./MATOS PEDRO/PIRES PEDRO, Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership, *J. Financ. Econ.* 2017, 122 ff.
- BENZ WALTER, Das Konzessions- und Normativsystem bei der Aktiengesellschaft in der Schweiz, Diss. Bern, Lachen 1929.
- BENZ WALTHER, Die Treuepflicht des Gesellschafters, Diss. Zürich, Affoltern am Albis 1947.
- BERESFORD DENNIS R./KATZENBACH NICHOLAS DE B./ROGERS C. B., Jr., Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of WorldCom, Inc., Washington (D.C., USA) 2003.
- BERGER DAVID J./DAVIDOFF SOLOMON STEVEN/BENJAMIN AARON JEDIDIAH, Tenure Voting and the U.S. Public Company, *Bus. Law.* 2016, 295 ff.
- BERGER JENS/LIECK HANS, Corporate Reporting mit iXBRL, *KoR* 2018, 109 ff.

- BERLE ADOLF A., Corporate Powers as Powers in Trust, Harv. Law Rev. 1931, 1049 ff. (zit. BERLE, Corporate Powers).
- BERLE ADOLF A., For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note, Harv. Law Rev. 1932, 1365 ff. (zit. BERLE, Trustees).
- BERLE ADOLF A./MEANS GARDINER C., The Modern Corporation and Private Property, New York (NY, USA) 1933.
- BERTSCHINGER URS, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, Band 1: Grundlagen und Analyse der Geschäftsformen, Habil. Zürich 1995, Zürich 1994 (= SSBR Nr. 26) (zit. BERTSCHINGER, Grundlagen).
- BERTSCHINGER URS, Arbeitsteilung und aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Zürich 1999 (zit. BERTSCHINGER, Arbeitsteilung).
- BESLIK SASJA, The finance world's short-termism will destroy our communities, economies and the planet, 10.03.2017, <<https://perma.cc/7P6E-WH3L>> (abgerufen am 11.01.2023).
- BESSLER WOLFGANG/DROBETZ WOLFGANG/HOLLER JULIAN, The Returns to Hedge Fund Activism in Germany, Eur. Financ. Manag. 2015, 106 ff.
- BEYER ANNE/LARCKER DAVID F./TAYAN BRIAN, Study on How Investment Horizon and Expectations of Shareholder Base Impact Corporate Decision-Making, Stanford (CA, USA) 2014.
- BHAGAT SANJAI/ROMANO ROBERTA, Chapter 13, Empirical Studies of Corporate Law, in: Polinsky A. Mitchell/Shavell Steven (Hrsg.), Handbook of Law and Economics, Amsterdam (NE) 2007, 945 ff.
- BHOJRAJ SANJEEV/LIBBY ROBERT, Capital Market Pressure, Disclosure Frequency-Induced Earnings/Cash Flow Conflict, and Managerial Myopia (Retracted), Account. Rev. 2005, 1 ff.
- BIER BARBARA, Uitkeringen aan aandeelhouders, Diss. Rotterdam (NE), Deventer (NE) 2003 (= Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen Nr. 42) (zit. BIER, Uitkeringen).
- BIER BARBARA, Loyaal aan soorten aandelen, Tijdschrift voor Ondernemingsrechtpraktijk 2007, 62 ff. (zit. BIER, Loyaal).
- BIERI ADRIAN, Statuarische Beschränkungen des Stimmrechts bei Gesellschaften mit börsennotierten Aktien, Diss. Zürich 2010, Zürich 2011 (= SSW Nr. 303).
- BINDER ANDREAS, Die Verfassung der Aktiengesellschaft, Eine Untersuchung über Funktionen und gegenseitiges Verhältnis der Organe unter Zugrundelegung eines betriebswirtschaftlichen Unternehmungsansatzes de lege lata et ferenda unter Berücksichtigung des Revisionsentwurfs zum Aktienrecht, Diss. Basel 1987, Grösch 1988 (= RHW Nr. 20).
- BINDER ANDREAS/VETTER MEINRAD, Der Partizipationsschein – eine Auslegeordnung, in: Lorandi Franco/Staehelin Daniel (Hrsg.), Innovatives Recht, Zürich 2011, 275 ff.
- BISCHOF ELIAS, Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates bei Beschlüssen auf Grundlage eines Rechtsgutachtens, SJZ 2014, 197 ff.

- BIZJAK JOHN M./BRICKLEY JAMES A./COLES JEFFREY L., Stock-based incentive compensation and investment behavior, *J. Account. Econ.* 1993, 349 ff.
- BLACK ANGELA/FRASER PATRICIA, Stock Market Short-Termism – an International Perspective, *J. Multinat. Financ. Manag.* 2002, 135 ff.
- BLACK BERNARD S., Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, *UCLA Law Rev.* 1992, 811 ff.
- BLAUG MARK, *The Methodology of Economics, Or, How Economists Explain*, 2. Aufl., Cambridge (UK) 2006.
- BLOCH OLIVIER, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse, Avec un aperçu du droit boursier*, 2. Aufl., Genf 2011.
- BÖCKLI PETER, Die Abberufung von Geschäftsleitungsmitgliedern durch den Verwaltungsrat: Befugnis, Verpflichtung, Verhältnismässigkeit, in: von Büren Roland (Hrsg.), *Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz*, Bern 1998, 35 ff. (zit. BÖCKLI, Abberufung).
- BÖCKLI PETER, Revisionsstelle und Abschlussprüfung, Nach neuem Recht, Zürich/Basel/Genf 2007 (= SZA Nr. 24) (zit. BÖCKLI, Revisionsstelle).
- BÖCKLI PETER, *Schweizer Aktienrecht*, 4. Aufl., Zürich 2009 (zit. BÖCKLI, Aktienrecht, 4. Aufl.).
- BÖCKLI PETER, *Schweizer Aktienrecht*, 5. Aufl., Zürich 2022 (zit. BÖCKLI, Aktienrecht).
- BÖCKLI PETER, Aktienrechtsrevision: Die Zwangsjacke wird enger geschnürt, *GesKR* 2011, 8 ff. (zit. BÖCKLI, Aktienrechtsrevision).
- BÖCKLI PETER/BÜHLER CHRISTOPH B., Konzernverantwortung ohne Grenzen, in: Kunz Peter V./Arter Oliver/Jörg Florian S. (Hrsg.), *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XII*, Bern 2017, 145 ff.
- BÖCKLI PETER/HUGUENIN CLAIRE/DESSEMONTET FRANÇOIS, Expertenbericht der Arbeitsgruppe «Corporate Governance» zur Teilrevision des Aktienrechts, Mit einem ausgearbeiteten Gesetzesentwurf für eine Revision des 26. Titels des Obligationenrechtes «Die Aktiengesellschaft» und Erläuterungen, Zürich 2004 (= SZA Nr. 21).
- BOHLIN ERIK, A Survey of Managerial Incentives and Investment Bias – Common Structure but Differing Assumptions, *J. Bus. Finance Account.* 1997, 197 ff.
- BOHNY PETER, *Das arbeitsvertragliche Konkurrenzverbot*, Diss. Basel 1988, Zürich 1989 (= SSHW Nr. 123).
- BOHRER ANDREAS, *Corporate Social Responsibility*, *GesKR* 2016, 273 ff.
- BOLTON PATRICK/SAMANA FRÉDÉRIC, L-Shares: Rewarding Long-term Investors, November 2012, ECGI Finance Working Paper N° 342/2012, Brüssel (BE) 2012 (zit. BOLTON/SAMANA, Long-term Investors).
- BOLTON PATRICK/SAMANA FRÉDÉRIC, Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors, *J. Appl. Corp. Finance* 2013, 38 ff. (zit. BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares).
- BOLTON PATRICK/SCHINKMAN JOSÉ/XIONG WEI, Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets, *Rev. Econ. Stud.* 2006, 577 ff.

- BOOTSMA A.A., Financiële prikkels voor aandeelhouders, Tot waar mag het gelijkheidsbeginsel worden gebogen?, Den Haag (NE) 2011.
- BOOTSMA BART, An Eclectic Approach to Loyalty-Promoting Instruments in Corporate Law: Revisiting Hirschmans Model of Exit, Voice, and Loyalty, *Erasmus Law Rev.* 2013, 111 ff. (zit. BOOTSMA, Loyalty-Promoting Instruments).
- BOOTSMA BART, Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV. Arrivederci Italia en welkom in Nederland?, *Ondernemingsrecht* 5/2015, 32 ff. (zit. BOOTSMA, Loyaliteitsstemrecht).
- BORNER HARALD, Die Regulierung des Schweizer Takeover-Marktes, *ZSR I* 1998, 263 ff.
- BOURVEAU THOMAS/BROCHET FRANCOIS/GAREL ALEXANDRE, The Effect of Tenure-Based Voting Rights on Stock Market Attractiveness: Evidence From the Florange Act, Version vom 11.03.2019, *SSRN Electronic Journal* 2019.
- BOUVERET ANTOINE/GUILLAUMIE CYRILLE/APARICIO ROQUEIRO CARLOS/WINKLER CHRISTIAN/NAUHAUS STEFFEN, High-frequency trading activity in EU equity markets, *ESMA Economic Report*, Paris (FR) 2014.
- BRATTON WILLIAM W./WACHTER MICHAEL L., The Case Against Shareholder Empowerment, *Univ. Pa. Law Rev.* 2010, 653 ff.
- BRAU JAMES C./FAWCETT STANLEY E., Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice, *J. Finance* 2006, 399 ff.
- BRAUCHLI ROHRER BARBARA/HÜNERWADEL ANDREAS, Cash Pooling im Konzern, aus Sicht des Zivil- und des Steuerrechts, *GesKR* 2010, 151 ff.
- BRAUER MATTHIAS F., The Effects of Short-Term and Long-Term Oriented Managerial Behavior on Medium-Term Financial Performance: Longitudinal Evidence From Europe, *J. Bus. Econ. Manag.* 2013, 386 ff.
- BRAV ALON/JIANG WEI/KIM HYUNSEOB, The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes, *Rev. Financ. Stud.* 2015, 2723 ff.
- BRAV ALON/JIANG WEI/MA SONG/TIAN XUAN, How does hedge fund activism reshape corporate innovation?, *J. Financ. Econ.* 2018, 237 ff. (zit. BRAV et al., Innovation).
- BRAV ALON/JIANG WEI/PARTNOY FRANK/RANDALL THOMAS, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *J. Finance* 2008, 1729 ff. (zit. BRAV et al., Activism).
- BROSSARD OLIVIER/LAVIGNE STÉPHANIE/ERDEM SAKINC MUSTAFA, Ownership structures and R&D in Europe: the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders, *Ind. Corp. Change* 2013, 1031 ff.
- BRUHN MANFRED, Beschwerdemanagement, *Harvard Manager*, 104 ff.
- BRUNNER-DOBLER SARAH, Fusion und Umwandlung von Genossenschaften, *Diss. Zürich*, Zürich 2008 (= SSW Nr. 271).
- BRYANT SOPHIE, Loyalty, in: Hastings James (Hrsg.), *Encyclopaedia of Religion and Ethics*, Bd. 8, Life and Death; Mulla, Edinburgh (UK) 1915, 183 ff.
- BÜCHLER BENJAMIN/VON DER CRONE HANS CASPAR, Die Zulässigkeit statutarischer Schiedsklauseln – Entscheidung des Schweizerischen Bundesgerichts 4A_446/2009 vom

8. Dezember 2009 i.S. X SA (Beschwerdeführerin) gegen A (Beschwerdegegnerin), SZW 2010, 258 ff.
- BUEREN ECKART, Short-termism im Aktien- und Kapitalmarktrecht, Ideengeschichte, Rechtsvergleichung, Rechtsökonomie, Habil. Hamburg (DE) 2018, Tübingen (DE) 2022.
- BUFF HERBERT G., Compliance, Diss. Zürich, Zürich 2000.
- BUFFINI DAMON/ARMSTRONG LUCY/DAVENPORT JULIET/DENNY KYM LYNN/HODGSON TIM/HOK TAY LIM/LYNCH MIKE/MARSHALL FIONA/MITRA AMBARISH/MURRAY FIONA/MURRAY SARA/NORWOOD DAVID/PATERSON STUART/RATHI NIKHIL/SCORE TIM/WELTON STEPHEN/WILLIAMS GERVAIS/WILSON NIGEL/WOODFORD NEIL, Patient Capital Review – Industry Panel Response, Oktober 2017, <<https://perma.cc/ZG6Z-APEQ>> (abgerufen am 11.01.2023).
- BÜHLER CHRISTOPH B., Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Habil. Zürich 2008, Zürich 2009 (zit. BÜHLER, Corporate Governance).
- BÜHLER CHRISTOPH B., Zwingendes Aktienrecht: Rechtfertigungsgründe und Alternativen, GesKR 2013, 541 ff. (zit. BÜHLER, Zwingendes Aktienrecht).
- BÜHLER SIMON, OTC-Handel mit nichtkotierten Aktien, Diss. Zürich, Zürich 2016 (= ZStP Nr. 270).
- BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, Gesetzgebungsleitfaden, Leitfaden für die Ausarbeitung von Erlassen des Bundes, 4. Aufl., Bern 2019.
- BURCKHARDT CHRISTOPH, Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision, in: Müller Matthias P.A./Forrer Lucas/Zuur Floris (Hrsg.), Das Aktienrecht im Wandel, Zürich, 367 ff. (zit. BURCKHARDT, Loyalitätsaktien).
- BURCKHARDT CHRISTOPH, Das Ende der Inhaberaktie?, Kritische Würdigung des Entwurfs zur Umsetzung der Empfehlungen des Global Forum, ex ante 2018, 3 ff. (zit. BURCKHARDT, Inhaberaktie).
- BURCKHARDT CHRISTOPH, Berichterstattungspflicht zur Corporate Social Responsibility, Innovative Form von Regulierung, in: Meier Julia/Staffler Lukas/Zurkinden Nadine (Hrsg.), Recht und Innovation, Zürich/St. Gallen 2020, 63 ff. (zit. BURCKHARDT, Corporate Social Responsibility).
- BURCKHARDT WALTHER, Methode und System des Rechts, mit Beispielen, Zürich 1936.
- BURNS NATASHA/KEDIA SIMI/LIPSON MARC, Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting, J. Corp. Finance 2010, 443 ff.
- BUSHEE BRIAN, Identifying and Attracting the “Right” Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors, J. Appl. Corp. Finance 2004, 28 ff.
- BUSHEE BRIAN J., The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, Account. Rev. 1998, 305 ff. (zit. BUSHEE, R&D Investment).
- BUSHEE BRIAN J., Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?, Contemp. Account. Res. 2001, 207 ff. (zit. BUSHEE, Near-Term Earnings).
- BUSHEE BRIAN J./NOE CHRISTOPHER F., Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility, J. Account. Res. 2000, 171 ff.

- BUSINESS ROUNDTABLE, Statement on the Purpose of a Corporation, 19.08.2019 <<https://perma.cc/DGD3-WGEH>> (abgerufen am 11.01.2023).
- CAMERER COLIN/ISSACHAROFF SAMUEL/LOEWENSTEIN GEORGE/O'DONOGHUE TED/RABIN MATTHEW, Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for "Asymmetric Paternalism", *Univ. Pa. Law Rev.* 2003, 1211 ff.
- CAMERER COLIN F., Behavioral Economics, in: Blundell Richard/Persson Torsten/Newey Whitney K. (Hrsg.), *Advances in Economics and Econometrics*, Cambridge (UK) 2006, 181 ff.
- CAMPONOVO RICO A./MOSER HANS, Interimsdividende soll in der Schweiz möglich werden – Bundesrat und Ständerat befürworten Zwischendividenden unter gewissen Bedingungen, *ST* 2010, 48 ff.
- CARMEL JONATHAN, But Is It Myopia? Risk Aversion and the Efficiency of Stock-Based Managerial Incentives, *J. Econ. Manag. Strategy* 2008, 541 ff.
- CASSELL CORY A./HUANG SHAWN X./SANCHEZ JUAN MANUEL, Forecasting without Consequence? Evidence on the Properties of Retiring CEOs' Forecasts of Future Earnings, *Account. Rev.* 2013, 1909 ff.
- CATAN EMILIANO M./KAHAN MARCEL, The Law and Finance of Antitakeover Statutes, *Stanf. Law Rev.* 2016, 629 ff.
- CAZIER RICHARD A., Measuring R&D curtailment among short-horizon CEOs, *J. Corp. Finance* 2011, 584 ff.
- CFA SOCIETY OF THE UK, Response to the Call For Evidence of the Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, 18.11.2011, London (UK) 2011.
- CHAKRAVARTY ANINDITA/GREWAL RAJDEEP, The Stock Market in the Driver's Seat! Implications for R&D and Marketing, *Manag. Sci.* 2011, 1594 ff.
- CHAN SU HAN/MARTIN JOHN D./KENSINGER JOHN W., Corporate research and development expenditures and share value, *J. Financ. Econ.* 1990, 255 ff.
- CHAPPUIS FERNAND, La responsabilité de l'actionnaire majoritaire fondée sur la confiance, Examen à la lumière de l'arrêt du tribunal fédéral 4C.5/2003, *SJ* 2003, Bd. II, 317 ff.
- CHEFFINS BRIAN R., Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?, *UNSW Law J.* 2002, 346 ff.
- CHEN QI/GOLDSTEIN ITAY/JIANG WEI, Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price, *Rev. Financ. Stud.* 2007, 619 ff.
- CHEN XIA/CHENG QIANG/LO ALVIS K./WANG XIN, CEO Contractual Protection and Managerial Short-Termism, *Account. Rev.* 2015, 1871 ff.
- CHÊNE NICOLAS, Le droit de vote double en France, Panorama de son utilisation et impact en termes de valorisations des sociétés, Masterarbeit HEC Paris (FR), Paris (FR) 2008.
- CHOO RACHEL RUI QI, Dual-Class Share Structure in Singapore, 17.01.2017, <<https://perma.cc/WWM5-2WDK>> (abgerufen am 11.01.2023).
- COASE R. H., The Problem of Social Cost, *J. Law Econ.* 2013, 837 ff.
- COATES JOHN C., Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence, *Tex. Law Rev.* 2000, 271 ff.

- COFFEE JOHN C. JR./PALIA DARIUS, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, J. Corp. Law 2016, 545 ff.
- COMMONWEALTH OF AUSTRALIA, *Handbook of Cost-Benefit Analysis*, 2. Aufl., Canberra (AU) 2006.
- CONAGHAN THOMAS/LESUR LIONEL/REIGHARD LINDSEY/LEROY LOUIS, *Rewarding long-term shareholders, European and US Loyalty Share Programmes Aim to Incentivise Member Patronage*, *Intercontinental Finance & Law* 145/2017, 2223 f.
- COOPER LEE D., *Value-Add: An Empirical Study of Idiosyncratic Value in the 2013 Biotech IPO Market*, *Columbia Bus. Law Rev.* 2014, 512 ff.
- COOTER ROBERT/ULEN THOMAS S., *Law & Economics*, 6. Aufl., Boston (MA, USA) 2012.
- COTTI LUKAS, *Das vertragliche Konkurrenzverbot, Voraussetzungen, Wirkungen, Schranken*, Diss. Freiburg i. Üe., Freiburg i. Üe. 2001 (= AISUF Nr. 207).
- CREADY WILLIAM M., *The Separation Theorem, Investor "Myopia", and Market Prices: A Discussion of "Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?"*, *Contemp. Account. Res.* 2001, 247 ff.
- CREMERS K. J. MARTIJN/PAREEK ANKUR/SAUTNER ZACHARIAS, *Short-Term Institutions, Analyst Recommendations, and Mispricing*, Version vom Juli 2019, SSRN Electronic Journal 2019 (zit. CREMERS/PAREEK/SAUTNER, *Mispricing*).
- CREMERS K. J. MARTIJN/PAREEK ANKUR/SAUTNER ZACHARIAS, *Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value, Evidence from Russell 2000 Index Inclusions*, *Manag. Sci.* 2019 (zit. CREMERS/PAREEK/SAUTNER, *Short-Term Investors*).
- CREMERS MARTIJN/PAREEK ANKUR, *Short-Term Trading and Stock Return Anomalies: Momentum, Reversal, and Share Issuance*, *Rev. Finance* 2015, 1649 ff.
- CUTHBERTSON KEITH/HAYES SIMON/NITZSCHE DIRK, *The Behaviour of UK Stock Prices and Returns: is the Market Efficient?*, *Econ. J.* 1997, 986 ff.
- DABNEY DONNA/AGUILAR MELISSA/LEVANON GAD/PARKINSON ALEX, *Is Short-Term Behavior Jeopardizing the Future Prosperity of Business*, New York (NY, USA) 2015.
- DAENIKER DANIEL, *Loyalitätsaktien – Postulat oder Rechtswirklichkeit?*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Zürich 2015, 139 ff. (zit. DAENIKER, *Loyalitätsaktien*).
- DAENIKER DANIEL, *Wer zahlt, befiehlt? Vielleicht auch nicht*, *GesKR* 2015, 423 ff. (zit. DAENIKER, *Wer zahlt, befiehlt?*).
- DAENIKER DANIEL, *Uneasy lies the head that wears a crown – Zur Rolle des Verwaltungsrates in schweizerischen Publikumsgesellschaften*, *SZW* 2018, 317 ff. (zit. DAENIKER, *Verwaltungsrat*).
- DALLA TORRE LUCA/GERMANN MARTIN, *12 Antworten zum neuen Bucheffektengesetz*, *GesKR* 2009, 573 ff.
- DALLAS LYNNE L., *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, *J. Corp. Law* 2011, 264 ff.
- DALLAS LYNNE L./BARRY JORDAN M., *Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting*, *Del. J. Corp. Law* 2016, 541 ff.

- DARROUGH MASAKO N., Managerial Incentives for Short-Term Results: A Comment, *J. Finance* 1987, 1097 ff.
- DAVIES PAUL L./WORTHINGTON SARAH, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 10. Aufl., London (UK) 2016.
- DAVIES RICHARD/HALDANE ANDREW G./NIELSEN METTE/PEZZINI SILVIA, Measuring the costs of short-termism, *J. Financ. Stab.* 2014, 16 ff.
- DAVIS GERALD F./DIEKMANN KRISTINA A./TINSLEY CATHERINE H., The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980 s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form, *Am. Sociol. Rev.* 1994, 547.
- DE BEER ALEXANDER I., Minderheitenschutz durch erweiterte Kognitionsbefugnis des Handelsregisterführers, *ZSR I* 1995, 71 ff.
- DE BEURS SYBREN, Loyaleitsdividend bij beursvenootschappen; gerechtvaardigd?, *Onderneming en Financiering* 2/2011, 4 ff.
- DE SCITOVSKY TIBOR, A Note on Welfare Propositions in Economics, *Rev. Econ. Stud.* 1941, 77 ff.
- DECHOW PATRICIA M./SLOAN RICHARD G., Executive incentives and the horizon problem, *J. Account. Econ.* 1991, 51 ff.
- DEEG RICHARD/HARDIE IAIN, 'What is patient capital and who supplies it?', *Socio-Econ. Rev.* 2016, 627 ff.
- DEFFERRARD FRANCINE, Le transfert des actions nominatives liées non cotées, *Diss. Freiburg i. Üe.*, Freiburg i. Üe. 1999 (= AISUF Nr. 188).
- DEHAAN ED/LARCKER DAVID F./MCCLURE CHARLES, Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions, October 2018, *ECGI Finance Working Paper N° 577/2018*, Brüssel (BE) 2018.
- DELLA CROCE RAFFAELE/STEWART FIONA/YERMO JUAN, Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors, *OECD Journal: Financial Market Trends* 1/2011, 145 ff.
- DELLEY JEAN-DANIEL, Penser la loi. Introduction à une démarche méthodique, in: Morand Charles-Albert (Hrsg.), *Légistique formelle et matérielle*, Aix-en-Provence (FR) 1999, 81 ff.
- DELLEY JEAN-DANIEL/FLÜCKIGER ALEXANDRE, La légistique: une élaboration méthodique de la législation, in: Drago Roland (Hrsg.), *La confection de la loi*, Paris (FR) 2005, 83 ff.
- DELVAUX JEAN-CLAUDE, Le dividende majoré, *Solutions proposées à quelques problèmes pratiques*, *JCP E* 1994, 581 f.
- DELVOIE JEROEN/CLOTTENS CARL, Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares, *Law Financial Mark. Rev.* 2015, 19 ff.
- DEMIRAG ISTEMI S., The Impact of Managers' Short-term Perceptions on Technology Management and R&D in UK Companies, *Technol. Anal. Strateg. Manag.* 1996, 21 ff. (zit. DEMIRAG, Impact).
- DEMIRAG ISTEMI S., Boards of Directors' short-term perceptions and evidence of managerial short-termism in the UK, *Eur. J. Fin.* 1998, 195 ff. (zit. DEMIRAG, Boards of Directors).

- DENT GEORGE W., *The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism*, Del. J. Corp. Law 2010, 97 ff.
- DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION AND SKILLS, *Building a Culture of Long-Term Equity Investment, Implementation of the Kay Review: Progress Report*, London (UK) 2014.
- DERRIEN FRANÇOIS/KECSKÉS AMBRUS/THESMAR DAVID, *Investor Horizons and Corporate Policies*, J. Financ. Quant. Anal. 2013, 1755 ff.
- DESJARDINE MARK R., *The Causes and Consequences of Corporate Short-Termism*, London (ON, CA) 2016.
- DIERICKX INGEMAR/COOL KAREL, *Asset Stock Accumulation and the Sustainability of Competitive Advantage: Reply*, Management Science 1989, 1504 ff.
- DIKOLLI SHANE S./KULP SUSAN L./SEDATOLE KAREN L., *The Use of Contract Adjustments to Lengthen the CEO Horizon in the Presence of Internal and External Monitoring*, J. Manag. Account. Res. 2013, 199 ff.
- DITESHEIM ROLF, *La représentation de la société anonyme, Par ses organes ordinaires, fondés de procuration et mandataires commerciaux*, Diss. Lausanne, Bern 2001 (= ASR Nr. 647).
- DOHM JÜRGEN, *Les accords sur l'exercice du droit de vote de l'actionnaire*, Diss. Genf, Genf 1971 (= Mémoires publiés par la Faculté de droit de Genève Nr. 33).
- DONNER KIRSTEN, *Die missbräuchliche Anfechtung aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen, Eine Untersuchung neuerer gesetzlicher Entwicklungen zur Eindämmung des Klagegewerbes im Aktienrecht unter besonderer Berücksichtigung der Finanzmarktkrise*, Diss. Zürich 2013, Hamburg (DE) 2014 (= SHG Nr. 150).
- DOORMAN A., *Hoge Raad, 14-12-2007, 07/11510 (CW 2516) (met noot)*, JOR 11/2008, 150 ff.
- DORTMOND P. J./JITTA M. W. JOSEPHUS, *Noot bij Hoge Raad, 14.12.2007, Ondernemingsrecht 2008, Nr. 11*.
- DOWDING KEITH/JOHN PETER/MERGOUPIS THANOS/VAN VUGT MARK, *Exit, voice and loyalty: Analytic and empirical developments*, Eur. J. Political Res. 2000, 469 ff.
- DROSDOWSKI GÜNTHER/DOSE MARIA/FOLZ JÜRGEN/MANG DIETER/SCHRUPP CHARLOTTE/TAUCHMANN CHRISTINE/THYEN OLAF/TRUNK-NUSSBAUMER MARION (Hrsg.), *Duden, Das große Wörterbuch der deutschen Sprache, Band 2: Bin-Far*, Mannheim (DE) 1993.
- DRUEY JEAN NICOLAS/DRUEY JUST EVA/GLANZMANN LUKAS, *Gesellschafts- und Handelsrecht*, 12. Aufl., Zürich 2021.
- DU PASQUIER SHELBY/OERTLE MATTHIAS, *Les restrictions au transfert des actions nominatives liées*, AJP 1992, 758 ff.
- DUBS DIETER, *Genehmigtes Kapital als Abwehrmassnahme*, GesKR 2006, 43 ff.
- DUDEN, *Das Stilwörterbuch*, 9. Aufl., Mannheim (DE)/Zürich 2010 (= Duden – Deutsche Sprache in 12 Bänden Bd. 2) (zit. DUDEN, Stilwörterbuch).

- DUDEN, Das Synonymwörterbuch, Ein Wörterbuch sinnverwandter Wörter, 5. Aufl., Mannheim (DE)/Zürich 2012 (= Duden – Deutsche Sprache in 12 Bänden Bd. 8) (zit. DUDEN, Synonymwörterbuch).
- DUDEN, Das grosse Fremdwörterbuch, Herkunft und Bedeutung der Fremdwörter, 11. Aufl., Mannheim (DE)/Leipzig (DE)/Wien (AT), Zürich 2015 (= Duden – Deutsche Sprache in 12 Bänden Bd. 5) (zit. DUDEN, Fremdwörterbuch).
- DUDEN, Das Herkunftswörterbuch, Etymologie der deutschen Sprache, 5. Aufl., Berlin (DE)/Mannheim (DE)/Zürich 2015 (= Duden – Deutsche Sprache in 12 Bänden Bd. 7) (zit. DUDEN, Herkunftswörterbuch).
- DUFFHUES PIET, Geen loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders, MAB 2010, 303 ff.
- DUPUY CLAUDE/LAVIGNE STÉPHANIE/NICET-CHENAF DALILA, Does Geography Still Matter? Evidence on the Portfolio Turnover of Large Equity Investors and Varieties of Capitalism, *Econ. Geogr.* 2010, 75 ff.
- DURRER ROBERT, Der Schutz des Gesellschafters gegen Zweckänderungen, Diss. Bern, Bern 1955.
- EASTERBROOK FRANK H./FISCHEL DANIEL R., The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, *Harv. Law Rev.* 1997, 1161 ff. (zit. EASTERBROOK/FISCHEL, Tender Offer).
- EASTERBROOK FRANK H./FISCHEL DANIEL R., The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge (MA, USA) 1998 (zit. EASTERBROOK/FISCHEL, Economic Structure).
- EBERHART ALLAN C./MAXWELL WILLIAM F./SIDDIQUE AKHTAR R., An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases, *J. Finance* 2004, 623 ff.
- ECCLES ROBERT G./WEIBEL PETER F., Wertsteigerung durch Reporting: Lücken in der Berichterstattung am Schweizer Kapitalmarkt, in: Siegwart Hans/Mahari Julian I./Ruffner Markus (Hrsg.), *Corporate Governance, Shareholder Value & Finance*, Basel 2002, 696 ff.
- ECONOMIESUISSE, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2007, Zürich 2007 (zit. ECONOMIESUISSE, Swiss Code 2007).
- ECONOMIESUISSE, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2014, Erlen 2014 (zit. ECONOMIESUISSE, Swiss Code 2014).
- ECONOMIESUISSE, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2016, Zürich 2016 (zit. ECONOMIESUISSE, Swiss Code 2016).
- EDELMAN PAUL H./JIANG WEI/THOMAS RANDALL S., Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure?, *Tex. Law Rev.* 2019, 991 ff.
- EDMANS ALEX, Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia, *J. Finance* 2009, 2481 ff. (zit. EDMANS, Blockholder Trading).

- EDMANS ALEX, The Answer to Short-Termism Isn't Asking Investors to Be Patient, 18.07.2017, <<https://perma.cc/XRW6-Y7NZ>> (abgerufen am 11.01.2023) (zit. EDMANS, Short-Termism).
- EDMANS ALEX/FANG VIVIAN W./HUANG ALLEN H., The Long-Term Consequences of Short-Term Incentives, August 2018, ECGI Finance Working Paper Nr^o 527/2017, Brüssel (BE) 2018.
- EDMANS ALEX/FANG VIVIAN W./LEWELLEN KATHARINA A., Equity Vesting and Investment, *Rev. Financ. Stud.* 2017, 2229 ff.
- EDMANS ALEX/GABAIX XAVIER, Executive Compensation: A Modern Primer, *J. Econ. Lit.* 2016, 1232 ff.
- EDMANS ALEX/GONCALVES-PINTO LUIS/GROEN-XU MOQI/WANG YANBO, Strategic News Releases in Equity Vesting Months, *Rev. Financ. Stud.* 2018, 4099 ff.
- EDMANS ALEX/HEINLE MIRKO S./HUANG CHONG, The Real Costs of Financial Efficiency When Some Information Is Soft, *Rev. Finance* 2016, 2151 ff.
- EGGER AUGUST, Das Aktienrecht nach den Beschlüssen der Expertenkommission, *SJZ* 1925, 345 ff.
- EGLER CARLO, Das schleichende Ende der Anonymität des Aktionärs, Unter besonderer Berücksichtigung der neuen Anti-Geldwäschereibestimmungen des GwG und der Art. 697i ff. OR, Diss. Zürich, Zürich 2018 (= SSHW Nr. 343).
- EIDENMÜLLER HORST, Effizienz als Rechtsprinzip, Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, Diss. München (DE) 1994, 2. Aufl., Tübingen (DE) 1998 (= Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften Nr. 90) (zit. EIDENMÜLLER, Ökonomische Analyse).
- EIDENMÜLLER HORST, Effizienz als Rechtsprinzip, Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, Diss. München (DE) 1994, 4. Aufl., Tübingen (DE) 2015 (= Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften Nr. 90) (zit. EIDENMÜLLER, Effizienz).
- EIGENMANN ERNST J., Das Reglement der Aktiengesellschaft, Zürich 1952 (= Die A.G. im neuen OR Nr. 11).
- ELGOUCEM ASSIA/ZAGO RICCARDO, Share Buybacks, Monetary Policy and the Cost of Debt, Version vom 03.02.2019, SSRN Electronic Journal 2019.
- ELSNER SIMON, Kapitalmarktorientierte Bewertung von Wachstumsstrategien: Empirische Evidenz, *CF* 2014, 501 ff. (zit. ELSNER, Empirische Evidenz).
- ELSNER SIMON, Kapitalmarktorientierte Bewertung von Wachstumsstrategien: Theoretischer Rahmen, *CF* 2014, 453 ff. (zit. ELSNER, Theoretischer Rahmen).
- ENGEL CHRISTOPH, Verhaltenswissenschaftliche Analyse: Eine Gebrauchsanweisung für Juristen, in: Engel Christoph/Englerth Markus/Lüdemann Jörn/Spiecker Indra (Hrsg.), *Recht und Verhalten*, Tübingen (DE) 2007, 363 ff.
- ENGEL PHILIPPE/TROUSSIÈRE PAUL, La prime de fidélité aux actionnaires par attribution d'une majoration de dividende, *JCP E* 1995, 55 ff.
- ENGRÁCIA ANTUNES JOSÉ/BAUMS THEODOR/CLARKE BLANAID J./CONAC PIERRE-HENRI/ENRIQUES LUCA/HANAK ANDRAS I./HANSEN JESPER LAU/KLUIVER H. J.

- de/KNAPP VANESSA/LENOIR NOËLLE/LINNAINMAA LEENA/SOLTYSINSKI STANISLAW/WYMEERSCH EDDY O., Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, 05.04.2011, Brüssel (BE) 2011.
- ERNST & YOUNG, Study on directors' duties and sustainable corporate governance, Brüssel (BE) 2020.
- ESMA, Report: Undue short-term pressure on corporations, 18.12.2019, Paris (FR) 2019.
- EUCKEN WALTER, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 7. Aufl., Tübingen (DE) 2004.
- FALK ARMIN/BECKER ANKE/DOHMEN THOMAS/ENKE BENJAMIN/HUFFMAN DAVID/SUNDE UWE, Global Evidence on Economic Preferences, Q. J. Econ. 2018, 1645 ff.
- FAMA EUGENE F., Random Walks in Stock Market Prices, *Financ. Anal. J.* 5/1965, 55 ff. (zit. FAMA, Stock Market Prices).
- FAMA EUGENE F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *J. Finance* 1970, 383 ff. (zit. FAMA, Efficient).
- FANG VIVIAN W./NOE THOMAS H./TICE SHERI, Stock market liquidity and firm value, *J. Financ. Econ.* 2009, 150 ff.
- FANG VIVIAN W./TIAN XUAN/TICE SHERI, Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?, *J. Finance* 2014, 2085 ff.
- FARRELL DAN, Exit, Voice, Loyalty, and Neglect as Responses to Job Dissatisfaction: A Multidimensional Scaling Study, *Acad. Manag. J.* 1983, 596 ff.
- FECHNER ERICH, Die Treubindungen des Aktionärs, Zugleich eine Untersuchung über das Verhältnis von Sittlichkeit, Recht und Treue, *Habil. Bonn (DE) 1941, Weimar (DE) 1942.*
- FERREIRA MIGUEL A./MATOS PEDRO, The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world, *J. Financ. Econ.* 2008, 499 ff.
- FILLMANN ANDREAS, Treuepflichten der Aktionäre, *Diss. Mainz (DE), Frankfurt a.M. (DE) 1991 (= Europäische Hochschulschriften Reihe 2 Nr. 1117).*
- FINK LARRY, A Sense of Purpose, <<https://perma.cc/V9C9-UQS6>> (abgerufen am 11.01.2023) (zit. FINK, Sense of Purpose).
- FINK LARRY, Purpose & Profit, <<https://perma.cc/77UC-X43M>> (abgerufen am 11.01.2023) (zit. FINK, Purpose & Profit).
- FINK LARRY, A Fundamental Reshaping of Finance, <<https://perma.cc/2YAQ-B9RD>> (abgerufen am 11.01.2023) (zit. FINK, Reshaping of Finance).
- FISCHEL DANIEL R., Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers, *Tex. Law Rev.* 1978, 1 ff.
- FISCHER DAMIAN, Änderungen im Vertragsparteienbestand von Aktionärbindungsverträgen, *Diss. Zürich 2008, Zürich 2009 (= SSHW Nr. 281).*
- FISCHER JOEL/WATTER ROLF, Wem gehört eine Firma?, *NZZ* 10.09.2019, 10.
- FISCHER-APPELT DOROTHEE, Aktuelle SEC Reformen und Auswirkungen auf Kapitalmarkttransaktionen, in: Reutter Thomas (Hrsg.), *Kapitalmarkttransaktionen V*, Zürich 2010, 269 ff.
- FLEISCHER HOLGER/SCHMOLKE KLAUS ULRICH/ZIMMER DANIEL, Verhaltensökonomik als Forschungsinstrument für das Wirtschaftsrecht, in: Fleischer Holger/Zimmer Daniel

- (Hrsg.), Beitrag der Verhaltensökonomie (Behavioral Economics) zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Frankfurt a.M. (DE) 2011, 9 ff.
- FLETCHER GEORGE P., *Loyalty, An Essay on the Morality of Relationships*, New York (NY, USA) 1993.
- FORNELL CLAES/WERNERFELT BIRGER, *Defensive Marketing Strategy by Customer Complaint Management: A Theoretical Analysis*, J. Mark. Res. 1987, 337 ff.
- FORSTMOSER PETER, Die Nachhaltigkeitsprämie, Schweizer Monat 1012/2013, 53 ff. (zit. FORSTMOSER, Nachhaltigkeitsprämie).
- FORSTMOSER PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bd. I/Lieferung 1 – Grundlagen, Gründung und Änderungen des Grundkapitals, Zürich 1981 (zit. FORSTMOSER, Aktienrecht).
- FORSTMOSER PETER, Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Die Haftung der mit der Verwaltung, Geschäftsführung, Kontrolle und Liquidation einer AG betrauten Personen, 2. Aufl., Zürich 1987 (zit. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit).
- FORSTMOSER PETER, Aktionärbindungsverträge, in: Forstmoser Peter/Tercier Pierre/Zäch Roger (Hrsg.), *Innominatverträge*, Zürich 1988, 259 ff. (zit. FORSTMOSER, Aktionärbindungsverträge).
- FORSTMOSER PETER, Sachausschüttungen im Gesellschaftsrecht, in: Forstmoser Peter (Hrsg.), *Festschrift für Max Keller zum 65. Geburtstag*, Zürich 1989, 701 ff. (zit. FORSTMOSER, Sachausschüttungen).
- FORSTMOSER PETER, Ungereimtheiten und Unklarheiten im neuen Aktienrecht, SZW 1992, 58 ff. (zit. FORSTMOSER, Ungereimtheiten).
- FORSTMOSER PETER, Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs, in: Druey Jean Nicolas/Forstmoser Peter (Hrsg.), *Rechtsfragen um die Generalversammlung*, Zürich 1997, 85 ff. (zit. FORSTMOSER, Meinungsäusserungsrechte).
- FORSTMOSER PETER, Die Vinkulierung: ein Mittel zur Sicherstellung der Unterwerfung unter Aktionärbindungsverträge?, in: von Büren Roland (Hrsg.), *Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz*, Bern 1998, 89 ff. (zit. FORSTMOSER, Vinkulierung).
- FORSTMOSER PETER, Gestaltungsfreiheit im schweizerischen Gesellschaftsrecht, in: Lutter Marcus/Wiedemann Herbert (Hrsg.), *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht*, Berlin (DE) 1998, 254 ff. (zit. FORSTMOSER, Gestaltungsfreiheit).
- FORSTMOSER PETER, Die Kognitionsbefugnis des Handelsregisterführers, *Geltende Praxis, Kritik und Lösungsvorschläge*, REPRAX 2/1999, 1 ff. (zit. FORSTMOSER, Kognitionsbefugnis).
- FORSTMOSER PETER, Der Aktionärbindungsvertrag an der Schnittstelle zwischen Vertragsrecht und Körperschaftsrecht, in: Honsell Heinrich/Portmann Wolfgang/Zäch Roger/Zobl Dieter (Hrsg.), *Aktuelle Aspekte des Schuld- und Sachenrechts*, Zürich 2003 (zit. FORSTMOSER, Schnittstelle).
- FORSTMOSER PETER, Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, in: Kiesow Rainer Maria (Hrsg.), *Summa*, Frankfurt a.M. (DE) 2005, 207 ff. (zit. FORSTMOSER, Gewinnmaximierung).

- FORSTMOSER PETER, Profit – das Mass aller Dinge?, Zur Aufgabe börsenkotierter Unternehmen, in: Zäch Roger et al. (Hrsg.), Individuum und Verband, Zürich/Basel/Genf 2006, 55 ff. (zit. FORSTMOSER, Profit).
- FORSTMOSER PETER, Wirtschaftsrecht im Wandel, SJZ 2008, 133 ff. (zit. FORSTMOSER, Wirtschaftsrecht).
- FORSTMOSER PETER, Organisation und Organisationsreglement der Aktiengesellschaft, Rechtliche Beurteilung und Umsetzung in der Praxis, Zürich 2011 (zit. FORSTMOSER, Organisation).
- FORSTMOSER PETER, Vorschriften für langfristiges Engagement, scorecard 24.02.2012, 37 (zit. FORSTMOSER, Engagement).
- FORSTMOSER PETER, Corporate Social Responsibility – eine (neue) Rechtspflicht für Publikumsgesellschaften, in: Waldburger Robert/Sester Peter/Peter Christoph/Baer Charlotte M. (Hrsg.), Law & Economics, Bern 2015, 157 ff. (zit. FORSTMOSER, CSR).
- FORSTMOSER PETER/KÜCHLER MARCEL, Aktionärbindungsverträge, Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich/Basel/Genf 2015 (zit. FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV).
- FORSTMOSER PETER/KÜCHLER MARCEL, Schweizerische Aktienrechtsreform: Die Schlussrunde ist eingeläutet!, Jusletter 10.02.2020 (zit. FORSTMOSER/KÜCHLER, Aktienrechtsreform).
- FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR, Einführung in das schweizerische Aktienrecht, 3. Aufl., Bern 1983.
- FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- FORSTMOSER PETER/VOGT HANS-UELI, Einführung in das Recht, 5. Aufl., Bern 2012.
- FOX JUSTIN/LORSCH JAY W., What Good Are Shareholders?, Harv. Bus. Rev. 7/2012, 48 ff.
- FRAUENFELDER JRENA, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG, Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Aktionären und Management im Übernahmekon- text, Diss. Zürich, Zürich 2001 (= SSHW Nr. 211).
- FRC LTD., The UK Corporate Governance Code, London (UK) 2018 (zit. FRC Ltd., UK Corporate Governance Code).
- FRC LTD., The UK Stewardship Code 2020, London (UK) 2019 (zit. FRC Ltd., UK Stewardship Code 2020).
- FREI URS GAUDENZ, Nichtige Beschlüsse der Generalversammlung der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Aarau 1962.
- FREIHERR VON SCHNURBEIN CASPAR, Missbrauch von Minderheitsrechten im deutschen und italienischen Aktienrecht, Diss. Saarbrücken (DE), Frankfurt a.M. (DE) 2005 (= Saarbrücker Studien zum Privat- und Wirtschaftsrecht Nr. 47).
- FREY MARTIN, Statuarische Drittrechte im Schweizerischen Aktienrecht, Diss. Bern, Zürich 1979.
- FRICK JÜRIG, Private Equity im Schweizer Recht, Diss. Zürich 2008, Zürich 2009 (= SSHW Nr. 272).

- FRIED JESSE M., The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders, *Yale Law J.* 2015, 1554 ff.
- FRIED JESSE M./WANG CHARLES C. Y., Short-Termism and Capital Flows, *Rev. Corp. Finance Stud.* 2019, 207 ff. (zit. FRIED/WANG, Short-Termism).
- FRIED JESSE M./WANG CHARLES C. Y., Short-Termism, Shareholder Payouts, and Investment in the EU, October 2020, ECGI Law Working Paper N° 544/2020, Brüssel (BE) 2020 (zit. FRIED/WANG, Payouts).
- FRIEDMAN MILTON, *Essays in Positive Economics*, Chicago (IL, USA) 1953 (zit. FRIEDMAN, *Positive Economics*).
- FRIEDMAN MILTON, *Capitalism and freedom*, Chicago 1962 (zit. FRIEDMAN, *Capitalism*).
- FROMER LÉON, Die Treuepflicht des Aktionärs, *ZSR* 1939, 210 ff.
- FROOT KENNETH A./PEROLD ANDRE F./STEIN JEREMY C., Shareholder Trading Practices and Corporate Investment Horizons, *J. Appl. Corp. Finance* 1992, 42 ff.
- GAO HUASHENG, Market Misvaluation, Managerial Horizon, and Acquisitions, *Financ. Manag.* 2010, 833 ff.
- GARBARSKI ANDREW M., La responsabilité civile et pénale des organes dirigeants de sociétés anonymes, *Diss. Lausanne*, Zürich 2006 (= SSHW Nr. 247).
- GASPAR JOSÉ-MIGUEL/MASSA MASSIMO/MATOS PEDRO, Shareholder investment horizons and the market for corporate control, *J. Fin. Econ.* 2005, 135 ff.
- GEMPERLI SIMON, Minders Gegner halten den Ball flach, *NZZ* 04.03.2013, 7.
- GERHARD FRANK, Private investments in public equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, *GesKR* 2006, 286 ff.
- GERICH JOACHIM, Thurstone- und Likertskalierung, in: Wolf Christof/Best Henning (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, Wiesbaden (DE) 2010, 259 ff.
- GERICKE DIETER, Die genehmigte Kapitalerhöhung, Eine Untersuchung nach schweizerischem Recht, *Diss. Zürich*, Zürich 1996 (= SSB Nr. 43) (zit. GERICKE, genehmigte Kapitalerhöhung).
- GERICKE DIETER, Vorzugsrechte des Venture Capital-Investors, in: Gericke Dieter (Hrsg.), *Private Equity*, Zürich 2011, 101 ff. (zit. GERICKE, Vorzugsrechte).
- GERMANN SANDRO, Die personalistische AG und GmbH, Unter besonderer Berücksichtigung von Aktionär- und Gesellschafterbindungsverträgen, *Diss. Zürich*, Zürich 2015 (= SSHW Nr. 327).
- GERT BERNHARD, Loyalty and Morality, in: Levinson Sanford/Parker Joel/Woodruff Paul (Hrsg.), *Loyalty*, New York (NY, USA) 2013, 3 ff.
- GIGER GION, Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht, Grundlagen sowie Anpassungsbedarf in den Bereichen Aktionärsrechte und Unternehmensleitung bei Publikumsgesellschaften, *Diss. Zürich*, Zürich 2003 (= SSHW Nr. 224).
- GILSON RONALD J./KRAAKMAN REINIER H., The Mechanisms of Market Efficiency, *Va. Law Rev.* 1994, 549–644.
- GINGLINGER EDITH/HAMON JACQUES, Ownership, control and market liquidity, *Finance* 2/2012, 61 ff.

- GLANZMANN LUKAS, Die Kontinuität der Mitgliedschaft im neuen Fusionsgesetz, AJP 2004, 139 ff. (zit. GLANZMANN, Fusionsgesetz).
- GLANZMANN LUKAS, Ausgewählte Fragen im Zusammenhang mit Dividendenausschüttungen, in: Kunz Peter V./Arter Oliver/Jörg Florian S. (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XII, Bern 2017, 83 ff. (zit. GLANZMANN, Dividendenausschüttungen).
- GLANZMANN LUKAS/SPOERLÉ PHILIP, Das neue Global Forum-Gesetz, Die geplante Entzignung von Inhaberaktionären und andere Unzulänglichkeiten, GesKR 2018, 87 ff.
- GLATTFELDER HANS, Die Aktionärbindungs-Verträge, ZSR II 1959, 141a–355a.
- GOLDSTEIN MICHAEL A./KUMAR PACITRA/GRAVES FRANK C., Computerized and High-Frequency Trading, Financial Rev. 2014, 177 ff.
- GOMPERS PAUL A./ISHII JOY L./METRICK ANDREW, Corporate Governance and Equity Prices, Q. J. Econ. 2003, 10 ff.
- GORDON JEFFREY N., Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, Calif. Law Rev. 1988, 1 ff. (zit. GORDON, Dual Class Common Stock).
- GORDON JEFFREY N., Shareholder Activism, the Short-Termist Red-Herring, and the Need for Corporate Governance Reform, 28.03.2016, <<https://perma.cc/Y8WJ-F5RA>> (abgerufen am 11.01.2023) (zit. GORDON, Shareholder Activism).
- GORMAN WILLIAM MOORE, The Intransitivity of Certain Criteria used in Welfare Economics, Oxford Economic Papers New Series 1955, 25 ff.
- GOTSCHEV GEORG G., Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Eine ökonomische und rechtsvergleichende Analyse der organisierten Gruppe gemäss Börsengesetz, Diss. Zürich, Zürich 2005 (= SSW Nr. 240).
- GRAHAM JOHN R./HARVEY CAMPBELL R./RAJGOPAL SHIVA, The economic implications of corporate financial reporting, J. Account. Econ. 2005, 3 ff.
- GRASMANN GÜNTHER, System des internationalen Gesellschaftsrechts, Außen- und Innenstatut der Gesellschaften im internationalen Privatrecht, Habil. München (DE) 1969, Herne (DE) 1970 (= NWB Nr. 6011).
- GRAU SCHÄR SUSANNE, Deliktische Handlungen und Anzeige durch den Abschlussprüfer, Unter besonderer Berücksichtigung der Anzeigepflichten gemäss Art. 728c OR, ST 2009, 608 ff.
- GRIMM JACOB/GRIMM WILHELM, Deutsches Wörterbuch, Bd. 22, Treib – Tz, Leipzig (DE) 1854–1960.
- GRINYER JOHN/RUSSELL ALEX/COLLISON DAVID, Evidence of Managerial Short-termism in the UK, Br. J. Manag. 1998, 13 ff.
- GRONER ROGER, Treuepflicht im Konzern, BGE 130 III 213, recht 2004, 160 ff. (zit. GRONER, Treuepflicht).
- GRONER ROGER, Corporate Governance – ein Zwischenfazit, in: Dédeyan Daniel/Bärtschi Harald/Wegmann Paul Felix (Hrsg.), Vertrauen, Vertrag, Verantwortung, Zürich/Basel/Genf 2007, 279 ff. (zit. GRONER, Corporate Governance).

- GRUNDLEHNER WERNER, Den kleinen Schweizer Aktien geht die Luft aus, Investorenkonferenzen und bezahlte Analysen gegen «Aufmerksamkeitsdefizit», NZZ 10.09.2013, 30.
- GUHL THEO/KOLLER ALFRED/SCHNYDER ANTON K./DRUEY JEAN NICOLAS, Das schweizerische Obligationenrecht, Mit Einschluss des Handels- und Wertpapierrechts, 9. Aufl., Zürich 2000.
- GÜMBEL ALEXANDER, Trading on Short-Term Information, JITE 2005, 428 ff.
- GUSTINETTI HENZ TANJA, Die Rolle und Rechtsstellung von Stimmrechtsberatungsunternehmen (Proxy Advisors) im schweizerischen Recht, Diss. Basel, Basel 2016 (= BStR/A Nr. 128).
- GUYON YVES, La loi du 12 juillet 1994 sur le dividende majoré, Rev. sociétés 1995, 1 ff.
- HABEGGER PHILIPP, Die Auflösung der Aktiengesellschaft aus wichtigen Gründen, Unter Berücksichtigung der anderen sachgemässen und den Beteiligten zumutbaren Lösungen gemäss Art. 736 Ziff. 4 Satz 2 OR, Diss. Zürich, Bern 1996 (= ASR N.F., 588).
- HABERSACK MATHIAS, Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung, in: Sieber Ulrich (Hrsg.), Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages, Bd. I: Gutachten, Teil E, München (DE) 2012.
- HALDANE ANDREW G., Patience and Finance, Speech presented to the Oxford China Business Forum, Peking (CN) 02.09.2010.
- HALL BRIAN J./WEINSTEIN DAVID E., The Myth of the Patient Japanese: Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the US, NBER Working Paper Nr. 5818, Cambridge (MA, USA) 1996.
- HALL BRONWYN H., Corporate Restructuring and Investment Horizons in the United States, 1976–1987, Bus. Hist. Rev. 1994, 110 ff.
- HÄNSENBERGER ARTHUR, Aktienrechtsrevision – Aus der Entstehungsgeschichte in den eidgenössischen Räten, BN 1992, 349 f.
- HARFORD JARRAD/KECSKÉS AMBRUS/MANSI SATTAR, Do long-term investors improve corporate decision making?, J. Corp. Finance 2018, 424 ff.
- HARTMANN JÜRG E./SINGER ILONA, Gross- und Ankeraktionäre von kotierten und nicht-kotierten Publikums-Aktiengesellschaften, GesKR 2012, 539 ff.
- HASENBÖHLER STEFAN, Die Haftungsvoraussetzungen der Verantwortlichkeitsklage nach Art. 754 OR im Vergleich zum US-amerikanischen Recht, Diss. Basel, Zürich 2003 (= SSiW Nr. 1).
- HASKEL JONATHAN/WESTLAKE STIAN, Capitalism without Capital, The Rise of the Intangible Economy, Princeton (NJ, USA) 2018.
- HATJE ARMIN, Loyalität als Rechtsprinzip in der Europäischen Union, Baden-Baden 2001 (= Europäisches Recht, Politik und Wirtschaft Nr. 262).
- HÄUSERMANN DANIEL M., Vom Aktionärsausschuss zur Organisationsfreiheit, ZSR I 2012, 87 ff.
- HÄUSERMANN DANIEL MARKUS, Gestaltungsfreiheit im Recht der Publikumsgesellschaft, Habil. St. Gallen 2014, Zürich/St. Gallen 2015.

- HAYES ROBERT H./GARVIN DAVID A., Managing as if Tomorrow Mattered, *Harv. Bus. Rev.* 3/1982, 70 ff.
- HAYMANN ERIC, Aktienübernahmevereinbarungen zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären, Ein Vorschlag zu einem wirksamen Minderheitenschutz, vor allem in kleinen und mittleren Aktiengesellschaften, Diss. Zürich, Zürich 1973 (= SSW Nr. 2).
- HEALY PAUL M./PALEPU KRISHNA G., The Fall of Enron, *J. Econ. Perspect.* 2003, 3 ff.
- HEINEMANN ANDREAS, Recht, Ökonomie und Realität, in: Waldburger Robert/Sester Peter/Peter Christoph/Baer Charlotte M. (Hrsg.), *Law & Economics*, Bern 2015, 21 ff.
- HELLGARDT ALEXANDER, Regulierung und Privatrecht, Staatliche Verhaltenssteuerung mittels Privatrecht und ihre Bedeutung für Rechtswissenschaft, Gesetzgebung und Rechtsanwendung, Habil. München (DE) 2015, Tübingen (DE) 2016 (= *Jus Privatum* Nr. 207).
- HENCKEL VON DONNERSMARCK HEINRICH, Die Kotierung von Effekten, Eine empirische und rechtsvergleichende Untersuchung der Kotierungsbestimmungen und der Kotierungspraxis in der Schweiz, Diss. Freiburg i.Üe., Freiburg i.Üe. 1996 (= *AISUF* Nr. 160).
- HÉRITIER LACHAT ANNE, Les conceptions d'actionnaires ou la face cachée de la lune, in: Bellanger François/Chaix François/Chappuis Christine/Héritier Lachat Anne (Hrsg.), *Le contrat dans tous ses états*, Bern 2004, 101 ff.
- HERREN KLAUS WERNER, Statutarische Berechtigungen zum Erwerb von Aktien und GmbH-Anteilen, Diss. Bern 1972, Bern 1973 (= *ASR* Nr. 425).
- HEYNE MORITZ, *Deutsches Wörterbuch*, Bd. 3, R–Z, Leipzig (DE) 1895.
- HICKS JOHN RICHARD, The Foundations of Welfare Economics, *The Economic Journal* 1939, 696.
- HINTZ-BÜHLER MONIKA, Aktionärbindungsverträge, Diss. Bern, Bern 2001 (= *ASR* Nr. 659).
- HIRSCHMAN ALBERT O., Exit, Voice, and Loyalty, Responses to Decline in Firms, Organizations, and States, Cambridge (MA, USA) 1970.
- HOC BUSINESS, INNOVATION AND SKILLS COMMITTEE, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Third Report of Session 2013–14, London (UK) 2013.
- HOFFMAN LIZ, Too Many Activists, Not Enough Targets, *The Wall Street Journal* 11.08.2015, C1.
- HOFSTETTER KARL, Sachgerechte Haftungsregeln für multinationale Konzerne, zur zivilrechtlichen Verantwortlichkeit von Muttergesellschaften im Kontext internationaler Märkte, Tübingen (DE) 1995 (zit. HOFSTETTER, Haftungsregeln).
- HOFSTETTER KARL, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, *SZW* 1996, 222 ff. (zit. HOFSTETTER, Gleichbehandlung).
- HOFSTETTER KARL, Corporate Governance in der Schweiz, Bericht im Zusammenhang mit den Arbeiten der Expertengruppe Corporate Governance, Zürich 2002 (zit. HOFSTETTER, Expertengruppe).

- HOFSTETTER KARL, Die Reform des Aktienrechts im Lichte der Corporate Governance, SJZ 2008, 477 ff. (zit. HOFSTETTER, Reform).
- HOFSTETTER KARL, Grundlagenbericht zur Revision des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Zürich 2014 (zit. HOFSTETTER, Grundlagenbericht).
- HÖHN JAKOB/ZOLLINGER PETER, Investieren, nicht spekulieren, Private 6/2013, 34 f.
- HOLDERNESS CLIFFORD G., Law and Ownership Reexamined, Crit. Finance Rev. 2016, 41 ff.
- HOTCHKISS EDITH S./STRICKLAND DEON, Does Shareholder Composition Matter? Evidence from the Market Reaction to Corporate Earnings Announcements, J. Finance 2003, 1469 ff.
- HOTZ REINHOLD, Methodische Rechtsetzung, Habil. St. Gallen 1981, Zürich 1983.
- HSU GRACE C.-M./KOH PING-SHENG, Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia, Corp. Gov. 2005, 809 ff.
- HUBER HANS, Die verfassungsrechtliche Bedeutung der Vertragsfreiheit, Vortrag gehalten vor der Berliner Juristischen Gesellschaft am 12. November 1965, Berlin (DE) 1966 (= Schriftenreihe der Juristischen Gesellschaft Berlin Nr. 24).
- HUBER LUCIUS, Das Joint-Venture im internationalen Privatrecht, Diss. Basel 1989, Basel 1992 (= SIR Nr. 51).
- HUECK ALFRED, Der Treuegedanke im modernen Privatrecht, München (DE) 1947 (= Sitzungsberichte der Bayrischen Akademie der Wissenschaften, Philosophisch-historische Klasse 1944/46, 7).
- HUGHES ALAN, Short-termism, Impatient Capital and Finance for Manufacturing Innovation in the UK, Centre for Business Research Working Paper Nr. 457, Cambridge (UK) 2014.
- HUGUENIN JACOBS CLAIRE, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil. Zürich, Zürich 1994.
- HÜNERWADEL ANDREAS, Die gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Hauptaktionärs beim Kontrollkauf einer privaten Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1995 (= SSW Nr. 162).
- HUNZIKER SILVIA, Whistleblowing, in: Dédeyan Daniel/Bärtschi Harald/Wegmann Paul Felix (Hrsg.), Vertrauen, Vertrag, Verantwortung, Zürich/Basel/Genf 2007, 163 ff.
- HÜRLIMANN-KAUP BETTINA/SCHMID JÖRG, Einleitungsartikel des ZGB und Personenrecht, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2016.
- HUSON MARK R./TIAN YAO/WIEDMAN CHRISTINE I./WIER HEATHER A., Compensation Committees' Treatment of Earnings Components in CEOs' Terminal Years, Account Rev. 2012, 231 ff.
- IMBACH HAUMÜLLER DIANA, Whistleblowing in der Schweiz und im internationalen Vergleich – ein Bestandteil einer effektiven internen Kontrolle?, Diss. Zürich, Zürich 2011 (= ZStP Nr. 237).

- INCI SERDAR, Shareholder Engagement, Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance, Diss. Köln (DE) 2017, Baden-Baden (DE) 2018 (= SAHW Nr. 170).
- INVESTMENT ASSOCIATION, Meaningful disclosure of costs and charges, Position Paper, London (UK) 2015.
- INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, Understanding Equity Turnover Data, Initial Findings from IMA Research Submitted to the Kay Review, London (UK) 2011.
- ISAKSSON MATS/ÇELIK SERDAR, Who Cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets, OECD Corporate Governance Working Papers No. 8, Paris (FR) 2013.
- ISELI THOMAS, Führungsorganisation im Aktien-, Banken- und Versicherungsrecht, Ausgestaltung, Aufgaben und Abgrenzungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, aktuelle Entwicklungen und Corporate Governance, Diss. Zürich, Zürich 2008 (= SSF Nr. 87).
- ISG, Stewardship Framework for Institutional Investors, <<https://perma.cc/7VKF-4JXN>> (abgerufen am 11.01.2023).
- ISLER PETER R., Ausgewählte Aspekte der Kapitalerhöhung, AJP 1992, 726 ff.
- IZDEBSKI MICHAEL, Hedgefonds-Aktivismus in der Schweiz, Hamburg (DE) 2014.
- JACOBS MICHAEL T., Short-Term America, The Causes and Cures of our Business Myopia, Boston (MA, USA) 1991.
- JACQUEMOUD PHILIPPE/AUBERSON CAMILLE, 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.
- JAGANNATHAN RAVI/MATSA DAVID A./MEIER IWAN/TARHAN VEFA, Why do firms use high discount rates?, J. Financ. Econ. 2016, 445 ff.
- JAGANNATHAN RAVI/MEIER IWAN, Do We Need CAPM for Capital Budgeting?, Financ. Manag. 2002, 55.
- JÄGGI PETER, Ungelöste Fragen des Aktienrechts, SAG 1958/1959, 57 ff.
- JENSEN MICHAEL C., The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, in: Coffee John C./Lowenstein Louis/Rose-Ackerman Susan (Hrsg.), Knights, Raiders, and Targets, New York (NY, USA) 1988, 314 ff. (zit. JENSEN, Takeover).
- JENSEN MICHAEL C., The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, J. Finance 1993, 831 ff. (zit. JENSEN, Industrial Revolution).
- JENSEN MICHAEL C./MECKLING WILLIAM H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, J. Financ. Econ. 1976, 305 ff.
- JÖDICKE DIRK/JÖDICKE RALF, Finaler Standardentwurf der ESMA zum einheitlichen elektronischen Berichtsformat (ESEF), DB 2018, 713 ff.
- JOLLS CHRISTINE M./SUNSTEIN CASS R./THALER RICHARD H., A Behavioral Approach to Law and Economics, Stanf. Law Rev. 1998, 1471 ff.
- JUNG PETER, Loyalitäts- und Aktivitätsprämien für Publikumsaktionäre – Ein kritischer Rechtsvergleich, ZVglRWiss 2021, 104 ff.
- JUNGO NICOLE, Whistleblowing – Lage in der Schweiz, recht 2012, 65 ff.

- JUST RICHARD E./HUETH DARRELL L./SCHMITZ ANDREW, *The Welfare Economics of Public Policy, A Practical Approach to Project and Policy Evaluation*, Cheltenham (UK) 2004.
- JUTZI THOMAS, *Unternehmenspublizität, Grundlinien einer rechtlichen Dogmatik zur Offenlegung von unternehmensbezogenen Informationen*, Habil. Bern, Bern 2017.
- KACHANER NICOLAS/STALK GEORGE/BLOCH ALAIN, *What You Can Learn From Family Business*, *Harv. Bus. Rev.* 11/2012, 103 ff.
- KÄGI URS, *Kapitalerhaltung als Ausschüttungsschranke, Grundlagen, Regelung und Zukunft im Aktienrecht*, Diss. Freiburg i. Üe., Zürich 2012 (= SSHW Nr. 309).
- KAHNEMAN DANIEL, *A Perspective on Judgment and Choice, Mapping Bounded Rationality*, *Am. Psychol.* 2003, 697 ff. (zit. KAHNEMAN, *Judgement and Choice*).
- KAHNEMAN DANIEL, *Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics*, *Am. Econ. Rev.* 2003, 1449 ff. (zit. KAHNEMAN, *Bounded Rationality*).
- KALDOR NICHOLAS, *Welfare Propositions of Economics and Interpersonal Comparisons of Utility*, *EJ* 1939, 549.
- KALYTA PAUL, *Accounting Discretion, Horizon Problem, and CEO Retirement Benefits*, *Account. Rev.* 2009, 1553 ff.
- KAPLOW LOUIS/SHAVELL STEVEN, *Why the Legal System is Less Efficient than the Income Tax in Redistributing Income*, *J. Leg. Stud.* 1994, 667 ff.
- KASTIEL KOBI, *Proxy Access, SEC Uncertainty and Related Issues in 2015*, 24.02.2015, <<https://perma.cc/K9ST-WZ4H>> (abgerufen am 11.01.2023).
- KAY JOHN, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*, London (UK) 2012 (zit. KAY, *Final Report*).
- KAY JOHN, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Interim Report*, London (UK) 2012 (zit. KAY, *Interim Report*).
- KE BIN/PETRONI KATHY, *How Informed Are Actively Trading Institutional Investors? Evidence from Their Trading Behavior before a Break in a String of Consecutive Earnings Increases*, *J. Account. Res.* 2004, 895 ff.
- KEAY ANDREW, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, London (UK) 2012.
- KILDE GISELA, *Der persönliche Verkehr: Eltern – Kind – Dritte, Zivilrechtliche und interdisziplinäre Lösungsansätze*, Diss. Freiburg i. Üe., Zürich 2015 (= AISUF Nr. 348).
- KIRCHHOFF KLAUS RAINER, *Grundlagen der Investor Relations*, in: Kirchhoff Klaus Rainer/Piwinger Manfred (Hrsg.), *Praxishandbuch Investor Relations*, Wiesbaden 2009, 35 ff.
- KISSKALT WILHELM, *Zweiter Bericht des Vorsitzenden des Ausschusses für Aktienrecht vom April 1935*, in: Schubert Werner/Schmid Werner/Regge Jürgen (Hrsg.), *Akademie für Deutsches Recht*, Berlin (DE)/New York (NY, USA) 1986.
- KLAUSNER MICHAEL, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, *Stanf. Law Rev.* 2013, 1325 ff.
- KLÄY HANSPETER, *Die Vinkulierung, Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht*, Diss. Basel 1996, Basel 1997.

- KLEINIG JOHN, Loyalty, in: Zalta Edward N. (Hrsg.), The Stanford Encyclopedia of Philosophy, Stanford (CA, USA) 2005.
- KNOBLOCH STEFAN, Das System zur Durchsetzung von Aktionärsrechten, Habil. Zürich, Zürich 2011.
- KOH PING-SHENG, Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters, J. Account. Public Policy 2007, 267 ff.
- KOHLER JEAN-YVES/SIERRO OLIVIER, Activisme actionnarial et exercice des droits de vote en matière de placements collectifs suisses, GesKR 2015, 506 ff.
- KOTHARI S. P./WARNER JEROLD B., Measuring long-horizon security price performance, J. Financ. Econ. 1997, 301 ff. (zit. KOTHARI/WARNER, Performance).
- KOTHARI S. P./WARNER JEROLD B., Econometrics of Event Studies, in: Eckbo B. Espen (Hrsg.), Handbook of Corporate Finance, Bd. 1, Amsterdam (NE) 2007, 3 ff. (zit. KOTHARI/WARNER, Econometrics).
- KRAMER ERNST A., Juristische Methodenlehre, 6. Aufl., Bern 2019.
- KREHMEYER DEAN/ORSAGH MATTHEW/SCHACHT KURT N., Breaking the Short-Term Cycle, Discussion and Recommendations on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors and Analysts Can Refocus on Long-Term Value, Charlottesville (VA, USA) 2006.
- KRNETA GEORG, Praxiskommentar Verwaltungsrat, Art. 707–726, 754 OR und Spezialgesetze: ein Handbuch für Verwaltungsräte, 2. Aufl., Bern 2005.
- KRONENBERG MICHAEL, Der helvetische Unternehmenskontrollmarkt, Diss. St. Gallen, St. Gallen 2005.
- KÜBLER FRIEDRICH/ASSMANN HEINZ-DIETER, Gesellschaftsrecht, Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen, 6. Aufl., Heidelberg (DE) 2006.
- KUMMER MAX, Die Rechtsprechung des Bundesgerichts im Jahre 1973, Handelsrecht und Immaterialgüterrecht, ZBJV 1975, 132 ff.
- KUNZ PETER V., Die Klagen im Schweizer Aktienrecht, Zürich 1997 (= SzA Nr. 12) (zit. KUNZ, Klagen).
- KUNZ PETER V., Flexibilisierung des Aktienkapitals – ein Hybrid-Konzept im Spannungsfeld von zwingendem Aktienrecht und Eigenverantwortlichkeit, REPRAX 1/2000, 18 ff. (zit. KUNZ, Flexibilisierung).
- KUNZ PETER V., Das Informationsrecht des Aktionärs in der Generalversammlung, AJP 2001, 883 ff. (zit. KUNZ, Informationsrecht).
- KUNZ PETER V., Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Eine gesellschaftsrechtliche Studie zum aktuellen Rechtszustand verbunden mit Rückblick und mit Vorausschau sowie mit rechtsvergleichenden Hinweisen, Habil. Bern, Bern 2001 (zit. KUNZ, Minderheitenschutz).
- KUNZ PETER V., Kotierung sowie Dekotierung – oder: «Werden» und «Sterben» der Publikumsgesellschaften, GesKR 2006, 117 ff. (zit. KUNZ, Kotierung).

- KUNZ PETER V., Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: Vogt Nedim Peter/Stupp Eric/Dubs Dieter (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht, Zürich 2008, 229 ff. (zit. KUNZ, Meldepflicht).
- KUNZ PETER V., Statuten – Grundbaustein der Aktiengesellschaften, in: Watter Rolf (Hrsg.), Die grosse Schweizer Aktienrechtsrevision, Zürich 2010, 55 ff. (zit. KUNZ, Statuten).
- KUNZ PETER V., Rundflug über's schweizerische Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., Bern 2012 (zit. KUNZ, Gesellschaftsrecht).
- KUNZ PETER V., Umgang mit internationalem und mit europäischem Recht. Überblick über den «Swiss Approach», LeGes 3/2012, 265 ff. (zit. KUNZ, Swiss Approach).
- LADD JOHN, Loyalty, in: Borchert Donald M. (Hrsg.), Encyclopedia of Philosophy, Detroit (MI, USA) 2006, 595 f.
- LADIKA TOMISLAV/SAUTNER ZACHARIAS, Managerial Short-Termism and Investment: Evidence from Accelerated Option Vesting, Rev. Finance 2020.
- LADNER THOMAS F., Das Vorwegzeichnungsrecht des Aktionärs unter Berücksichtigung von Corporate Governance-Aspekten, Zugleich ein Beitrag zum Begriff des Gesellschaftsinteresses im schweizerischen Aktienrecht, Diss. St. Gallen 1995, Zürich 1996 (= SSHW Nr. 167).
- LAMBERT CLAUDE, Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1992 (= ASR Nr. 535).
- LANG THEODOR, Die Durchsetzung des Aktionärbindungsvertrags, Diss. Basel 2002, Zürich 2003 (= SSHW Nr. 221).
- LÄSER MATTI, Mehrheit von Ersatzpflichtigen in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit, Unter Berücksichtigung versicherungsrechtlicher Aspekte, Diss. Zürich, Zürich 2010 (= ZStP Nr. 226).
- LAYER MICHAEL, 'Exit, Voice, and Loyalty' Revisited: The Strategic Production and Consumption of Public and Private Goods, Br. J. Political Sci. 1976, 463 ff.
- LAVERTY KEVIN J., Economic "Short-Termism": The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research, AMR 1996, 825 ff. (zit. LAVERTY, Short-Termism).
- LAVERTY KEVIN J., Managerial myopia or systemic short-termism?, The importance of managerial systems in valuing the long term, Manag. Decis. 2004, 949 ff. (zit. LAVERTY, Myopia).
- LAZONICK WILLIAM, Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation, Bus. Hist. Rev. 2010, 675 ff. (zit. LAZONICK, Innovative).
- LAZONICK WILLIAM, Profits without Prosperity, Harv. Bus. Rev. 9/2014, 46 ff. (zit. LAZONICK, Profits).
- LAZOPOULOS MICHAEL, Interessenkonflikte und Verantwortlichkeit des fiduziarischen Verwaltungsrates, Diss. Zürich, Zürich 2004 (= SSHW Nr. 237).
- LEHMANN PETER, Missbrauch der aktienrechtlichen Anfechtungsklage, Diss. Zürich, Zürich 2000 (= SSHW Nr. 198).

- LEHNER OTHMAR, Gemeinsame Charakterzüge und Wirkungen der aktienrechtlichen Vorkaufsrechte, SAG 1953/54, 189–208 und 218–231.
- LENNARTS M. L./KOPPERT-VAN BEEK M. S., Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders, Eur. Co. Law 2008, 173 ff.
- LEWIS MICHAEL, In Defense of the Boom, New York Times Magazine 27.10.2002, 44 ff.
- LEYENS PATRICK C., Corporate Governance: Grundsatzfragen und Forschungsperspektiven, JZ 2007, 1061 ff.
- LIEBI MARTIN, Private Investments in Public Equity (PIPEs), Recht – Corporate Finance – Economics – Trading, Zürich/Basel/Genf 2017 (= SSF Nr. 122).
- LICKERT RENSIS, A Technique for the Measurement of Attitudes, New York (NY, USA) 1932 (= Archives of Psychology Nr. 140).
- LILJEBLOM EVA/VAIHEKOSKI MIKA, Corporate ownership and managerial short-termism: Results from a Finnish study of management perceptions, Int. J. Prod. Econ. 2009, 427 ff.
- LIN YU-HSIN, Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control, Columbia Bus. Law Rev. 2017, 453 ff.
- LINTNER JOHN, The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, Rev. Econ. Stat. 1965, 13 ff.
- LIPS-RAUBER CHRISTINA, Die Rechtsbeziehung zwischen dem beauftragten fiduziarischen Verwaltungsrat und dem Fiduzianten, Diss. Zürich, Zürich 2005 (= SSHW Nr. 241).
- LIPTON MARTIN, Takeover Bids in Target's Boardroom, Bus. Law. 1979, 101 ff.
- LIPTON MARTIN/LORSCH JAY W./MIRVIS THEODORE N., A Crisis Is a Terrible Thing to Waste: The Proposed "Shareholder Bill of Rights Act of 2009" Is a Serious Mistake, <<https://perma.cc/82PQ-P7QY>> (abgerufen am 11.01.2023).
- LIPTON MARTIN/ROSENBLUM STEVEN A., A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors, Univ. Chic. Law Rev. 1991, 187 ff.
- LOBO GERALD J./MANCHIRAJU HARIOM/SRIDHARAN SRI S., Accounting and economic consequences of CEO paycuts, J. Account. Public Policy 2018, 1 ff.
- LOESCHER SAMUEL M., Bureaucratic Measurement, Shuttling Stock Shares, and Shortened Time Horizons: Implications for Economic Growth, Q. Rev. Econ. Bus. 1984, 8 ff.
- LOGUE DENNIS E., Counter Evidence on Managements' Investment Myopia, Calif. Manag. Rev. 1/1985, 169 ff.
- LOWENSTEIN LOUIS, Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation, Columbia Law Rev. 1983, 249 (zit. LOWENSTEIN, Takeovers).
- LOWENSTEIN LOUIS, What's wrong with Wall Street, Short-Term Gain and the Absentee Shareholder, Reading (MA) 1988 (zit. LOWENSTEIN, Wall Street).
- LÜDEMANN JÖRN, Die Grenzen des homo oeconomicus und die Rechtswissenschaft, in: Engel Christoph/Englerth Markus/Lüdemann Jörn/Spiecker Indra (Hrsg.), Recht und Verhalten, Tübingen (DE) 2007, 7 ff.
- LUNDSTRUM LEONARD L., Corporate investment myopia: a horseshoe of the theories, J. Corp. Finance 2002, 353 ff.

- LÜTOLF PHILIPP, Ausserbörsliche Aktien als Kapitalanlage, in: Lengwiler Christoph/Nadig Linard/Pedergrana Maurice (Hrsg.), *Management in der Finanzbranche – Finanzmanagement im Unternehmen*, Luzern 2012, 189 ff.
- LÜTOLF PHILIPP/NEUMANN ANDREAS, Wandel der Rahmenbedingungen für börsennotierte Unternehmen während einer Dekade, *Going Private vs. Staying Public*, Luzern 2013.
- MADER LUZIUS, Die institutionelle Einbettung der Evaluationsfunktion in der Schweiz, in: Widmer Thomas/Beywl Wolfgang/Fabian Carlo (Hrsg.), *Evaluation*, Wiesbaden 2009, 52 ff.
- MAEIJER JOSEPHUS M. M., Noot bij Hoge Raad, 14. 12. 2007, NJ 2008, Nr. 105.
- MALMENDIER ULRIKE/SHANTHIKUMAR DEVIN, Do Security Analysts Speak in Two Tongues?, *Rev. Financ. Stud.* 2014, 1287 ff.
- MANKIW NICHOLAS GREGORY/TAYLOR MARK P., *Economics*, 4. Aufl., Andover (UK) 2017.
- MANNE HENRY G., Mergers and the Market of Corporate Control, *J. Political Econ.* 1965, 110 ff.
- MARKOWITZ HARRY, Portfolio Selection, *J. Finance* 1952, 77 ff.
- MAROLDA MARTINEZ LARISSA, Information der Aktionäre nach schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2005, Zürich 2006 (= SSHW Nr. 248).
- MARTIN FRANÇOISE, Sociétés anonymes de famille, Structure, maintien et optimisation de la détention du capital, Diss. Lausanne 2008, Genf 2009 (zit. MARTIN, Sociétés anonymes de famille).
- MARTIN FRANÇOISE, Sociétés anonymes de famille, Structure, maintien et optimisation de la détention du capital, Diss. Lausanne 2008, 2. Aufl., Genf 2013 (zit. MARTIN, Familie).
- MATHIS KLAUS, Effizienz statt Gerechtigkeit?, Auf der Suche nach den philosophischen Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts, Diss. Zürich 2004, 4. Aufl., Berlin (DE) 2019.
- MATSUMOTO DAWN A., Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises, *Account. Rev.* 2002, 483 ff.
- MAUBOUSSIN MICHAEL J./RAPPAPORT ALFRED, Transparent Corporate Objectives-A Win-Win for Investors and the Companies They Invest In, *J. Appl. Corp. Finance* 2015, 28 ff.
- MAYER COLIN P./ALEXANDER IAN, *Stock Markets and Corporate Performance: A comparison of Quoted and Unquoted Companies*, London (UK) 1991.
- MAZZUCATO MARIANA, *The Entrepreneurial State, Debunking Public vs. Private Sector Myths*, 2. Aufl., London (UK) 2014.
- MEIER VALENTINA, Schiedsklauseln in Statuten schweizerischer Aktiengesellschaften, Diss. Zürich 2016, Zürich 2017 (= SSHW Nr. 338).

- MEIER-HAYOZ ARTHUR/FORSTMOSE PETER/SETHE ROLF, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Mit neuem Firmen- und künftigem Handelsregisterrecht und unter Einbezug der Aktienrechtsreform, 12. Aufl., Bern 2018.
- MEIER-HAYOZ ARTHUR/VON DER CRONE HANS CASPAR, Wertpapierrecht, 3. Aufl., Bern 2018.
- MEIER-HAYOZ ARTHUR/ZWEIFEL MARTIN, Der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung im Gesellschaftsrecht, in: Hefermehl Wolfgang/Gmür Rudolf (Hrsg.), Festschrift für Harry Westermann zum 65. Geburtstag, Karlsruhe (DE) 1974, 383 ff.
- MEIER-SCHATZ CHRISTIAN J., Funktion und Recht des Handelsregisters als wirtschaftsrechtliches Problem, ZSR I 1989, 433 ff.
- MERLE PHILIPPE/FAUCHON ANNE, Droit commercial, Sociétés commerciales, 23. Aufl., Paris (FR) 2019.
- MEYER MAX, Der Aktionärbindungsvertrag als Instrument der juristischen Praxis, ZBJV 2000, 421 ff.
- MEYER TOBIAS, Gläubigerschutz durch Kapitalschutz, Eine ökonomische und rechtsvergleichende Untersuchung der Schweizer Kapitalschutzvorschriften unter Berücksichtigung des Entwurfs zur Revision des Aktienrechts, Diss. Zürich 2008, Zürich 2009.
- MICHAELY RONI/WOMACK KENT L., Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, Rev. Financ. Stud. 1999, 653 ff.
- MIETZNER MARK/SCHWEIZER DENIS, Private Equity Activism and the Consequences for Targets and Rivals In Germany, in: Cumming Douglas (Hrsg.), The Oxford Handbook of Private Equity, Oxford (UK) 2012, 495 ff.
- MIETZNER MARK/SCHWEIZER DENIS/TYRELL MARCEL, Intra-Industry Effects of Shareholder Activism in Germany – Is there a Difference between Hedge Fund and Private Equity Investments?, Schmalenbach Bus. Rev. 2011, 151 ff.
- MILES DAVID, Testing for Short Termism in the UK Stock Market, Econ. J. 1993, 1379 ff. (zit. MILES, Short Termism).
- MILES DAVID, Testing for Short Termism in the UK Stock Market: A Reply, Econ. J. 1995, 1224 ff. (zit. MILES, Reply).
- MIO CHIARA/SOERGER ZARO ELISE/FASAN MARCO, Are loyalty shares an effective antidote against short-termism? Empirical evidence from Italy, Bus. Strategy Environ. 2020, 1785 ff.
- MITCHELL LAWRENCE E., Corporate Irresponsibility, America's Newest Export, New Haven (CT, USA) 2001.
- MIZIK NATALIE, The Theory and Practice of Myopic Management, J. Market. Res. 2010, 594 ff.
- MIZIK NATALIE/JACOBSON ROBERT, Myopic Marketing Management: Evidence of the Phenomenon and Its Long-Term Performance Consequences in the SEO Context, Market. Sci. 2007, 361 ff.

- MIZRUCHI MARK S./KIMELDORF HOWARD, The Historical Context of Shareholder Value Capitalism, in: Davis Diane E. (Hrsg.), *Political Power and Social Theory*, Bingley (UK) 2005, 213 ff.
- MODIGLIANI FRANCO/MILLER MERTON H., The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *Am. Econ. Rev.* 1958, 261 ff.
- MOHR JON PEDER, Die Abgrenzung der Befugnisse der Generalversammlung und des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 1948, Winterthur 1951.
- MONDELLO ENZO, Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes mit dem CAPM, *EF* 2018, 583 ff.
- MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE, Code of Corporate Governance, 06.08.2018, Singapur (SG) 2018.
- MONITORING COMMITTEE CORPORATE GOVERNANCE CODE, The Dutch Corporate Governance Code, 08.12.2016, Den Haag (NE) 2016.
- MONSCH MARTIN, Hochfrequenzhandel, Diss. Zürich 2017, Zürich 2018 (= SSF Nr. 126).
- MONTAVON PASCAL, Die Anzeige- und Einberufungspflichten der Revisionsstelle, *TREX* 2009, 95 ff.
- MOORE MARC T./WALKER-ARNOTT EDWARD, A Fresh Look at Stock Market Short-termism, *J. Law Soc.* 2014, 416 ff.
- MORTAL SANDRA/REISEL NATALIA, Capital Allocation by Public and Private Firms, *J. Financ. Quant. Anal.* 2013, 77 ff.
- MOSCA CHIARA, Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law, *Mich. Bus. & Entrepreneurial Law Rev.* 2019, 245 ff.
- MOBENDORF BJÖRN, Spezielles Gesellschaftsrecht für börsennotierte Aktiengesellschaften in den EG-Mitgliedstaaten, Diss. Berlin (DE) 2009, Berlin (DE) 2010 (= Schriften zum Europäischen und Internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht Nr. 34).
- MOSSIN JAN, Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica* 1966, 768 ff.
- MÜLBERT PETER O., Corporate Governance in der Krise, *ZHR* 2010, 375 ff.
- MÜLLER GEORG, Grundsätze und Methoden der Gesetzgebung, *ZBl* 2008, 189 ff.
- MÜLLER GEORG/UHLMANN FELIX, Elemente einer Rechtssetzungslehre, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2013.
- MÜLLER KARIN, Eigenkapitalersetzende Darlehen, Dogmatische Grundlagen und praktische Konsequenzen, Habil. Zürich 2013, Bern 2015.
- MÜLLER ROLAND, Der Verwaltungsrat als Arbeitnehmer, Habil. St. Gallen 2004, Zürich 2005.
- MÜLLER ROLAND/LIPP LORENZ/PLÜSS ADRIAN, Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, *AJP* 2011, 587 ff. (zit. MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Minderheitenschutz).
- MÜLLER ROLAND/LIPP LORENZ/PLÜSS ADRIAN, Der Verwaltungsrat, Ein Handbuch für Theorie und Praxis, 4. Aufl. 2014 (zit. MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Verwaltungsrat).

- MÜLLER-ERZBACH RUDOLF, Umgestaltung der Aktiengesellschaft zur Kerngesellschaft verantwortungsvoller Grossaktionäre, Berlin (DE) 1929 (= Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen Nr. 11).
- MUSTAKI GUY/ALBERINI ALAIN, La participation de la société anonyme à une convention entre ses actionnaires, SJ 2013, Bd. II, 91 ff.
- MUSTAKI GUY/URBEN LUCA, Prévention et gestion des conflits d'intérêts des administrateurs, SJ 2014, Bd. II, 109 ff.
- NAEGELI WERNER, Der Grundsatz der beschränkten Beitragspflicht, insbesondere der Ausschluss der Nachschusspflicht im Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich 1948.
- NARAYANAN M. P., Managerial Incentives for Short-term Results, J. Finance 1985, 1469 ff. (zit. NARAYANAN, Incentives).
- NARAYANAN M. P., Managerial Incentives for Short-Term Results: A Reply, J. Finance 1987, 1103 f. (zit. NARAYANAN, Reply).
- NENNINGER JOHN, Der Schutz der Minderheit in der Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht, Diss. Basel, Basel 1974 (= BSR Nr. 105).
- NETHERLANDS FINANCIAL INVESTMENTS, Exit advice ABN AMRO, 22.05.2015, Den Haag (NE) 2015.
- NICKELL STEPHEN J., The Performance of Companies, The Relationship between the External Environment, Management Strategies and Corporate Performance, Oxford (UK) 1995.
- NIKITINE ALEXANDER, Management Buy-out – Vorvertragliche Aufklärungspflichten der Manager, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVIII, Zürich 2016.
- NOBEL PETER, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 4. Aufl., Bern 2019.
- NODOUSHANI ANDREAS, Die Treuepflicht der Aktionäre und ihrer Stimmrechtsvertreter, Überlegungen zur gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht bei persönlicher Stimmrechtsausübung und bei Stimmrechtsvertretung, Diss. Göttingen (DE), Baden-Baden (DE) 1997 (= SAHW Nr. 54).
- NOE THOMAS H./REBELLO MICHAEL J., Renegotiation, Investment Horizons, and Managerial Discretion, J. Bus. 1997, 385 ff.
- NOLL PETER, Gesetzgebungslehre, Reinbek bei Hamburg 1973 (= Rororo-Studium Rechtswissenschaften Nr. 37).
- NORLI ØYVIND/OSTERGAARD CHARLOTTE/SCHINDELE IBOLYA, Liquidity and Shareholder Activism, Rev. Financ. Stud. 2015, 486 ff.
- OECD, Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages, Paris (FR) 2009 (zit. OECD, Financial Crisis).
- OECD, Regulatory Impact Analysis, A Tool for Policy Coherence 2009 (zit. OECD, Impact Analysis).
- OECD, Renten auf einen Blick 2017, OECD- und G20-Länder – Indikatoren, Paris (FR) 2018 (zit. OECD, Renten).
- OERTLE MATTHIAS, Das Gemeinschaftsunternehmen (Joint Venture) im schweizerischen Recht, Diss. Zürich, Zürich 1990 (= SSHW Nr. 132).

- OSTHOFF HERMANN, Etymologische Parerga, Leipzig (DE) 1901.
- OTT CLAUS, Allokationseffizienz, Rechtsdogmatik und Rechtsprechung – die immanente ökonomische Rationalität des Zivilrechts, in: Ott Claus/Schäfer Hans-Bernd (Hrsg.), Allokationseffizienz in der Rechtsordnung, Berlin (DE) 1989, 25 ff.
- PALLEY THOMAS I., Managerial turnover and the theory of short-termism, *J. Econ. Behav. Organ.* 1997, 547 ff.
- PAN YIHUI/WANG TRACY YUE/WEISBACH MICHAEL S., CEO Investment Cycles, *Rev. Financ. Stud.* 2016, 2955 ff.
- PARTNOY FRANK, US hedge fund activism, in: Hill Jennifer G./Thomas Randall S. (Hrsg.), *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham (UK)/Northampton (MA, USA) 2015, 99 ff.
- PEARLSTEIN STEVEN, Wall Street's Mania for Short-Term Results Hurts Economy, *Washington Post* 11.09.2009, A20.
- PELLI FULVIO, Der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung als Schranke der Ermessensfreiheit der Generalversammlung einer Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1978.
- PELTIER FRÉDÉRIC, L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable, *Bull. Joly Sociétés* 1993, 551 ff.
- PERREN RUBEN, Die Durchsetzung von Verantwortlichkeitsansprüchen im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Basel, Basel 2002.
- PESTALOZZI-HENGGELER REGULA, Die Namenaktie und ihre Vinkulierung, Diss. Zürich, Zürich 1948 (= ZBR Nr. 142).
- PICHONNAZ PASCAL/ERDEM ERCÜMENT/ESMAILZADEH JOURABCHI TANNAZ/DURAL ALI, La force contraignante des conventions d'actionnaires: quelques aspects de droits suisse et turc, *SJZ* 2006, 505 ff.
- PLÜSS ADRIAN, Die Rechtsstellung des Verwaltungsratsmitgliedes, Diss. Zürich, Zürich 1990 (= SSHW Nr. 130).
- POGGIO KARIN/ZIHLER FLORIAN, Weiterer Meilenstein der Aktienrechtsrevision, Der Bundesrat nimmt die Vernehmlassungsergebnisse zur Kenntnis und beschliesst das weitere Vorgehen, *Expert Focus* 1–2/2016, 8 ff.
- POLINSKY ALAN MITCHELL, *An Introduction to Law and Economics*, 4. Aufl., New York (NY, USA) 2011.
- POLK CHRISTOPHER/SAPIENZA PAOLA, The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory, *Rev. Financ. Stud.* 2009, 187 ff.
- PORTER MICHAEL E., Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry, *J. Appl. Corp. Finance* 1992, 4 ff. (zit. PORTER, Capital Choices).
- PORTER MICHAEL E., Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System, *Harv. Bus. Rev.* 5/1992, 65 ff. (zit. PORTER, Capital Disadvantage).
- POSNER RICHARD A., *Economic Analysis of Law*, 9. Aufl., New York (NY, USA) 2014.
- POTERBA JAMES M./SUMMERS LAWRENCE H., A CEO Survey of U.S. Companies' Time Horizons and Hurdle Rates, *Sloan Manag. Rev.* 1995, 43 ff.

- PRÖBSTL GEORG, Ausserbörsliche Aktien: Ruhig, geringe Risiken und hohe Gewinne, <<https://perma.cc/DYS4-UMFR>> (abgerufen am 11.01.2023).
- PROPPE DENNIS, Endogenität und Instrumentenschätzer, in: Albers Sönke/Klapper Daniel/Konradt Udo/Walter Achim/Wolf Joachim (Hrsg.), *Methodik der empirischen Forschung*, Wiesbaden (DE) 2009, 253 ff.
- QUIMBY P. ALEXANDER, Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares, *Fla. State Univ. Law Rev.* 2013, 389 ff.
- RAPPAPORT ALFRED, The Economics of Short-Term Performance Obsession, *Financ. Anal. J.* 3/2005, 65 ff. (zit. RAPPAPORT, Short-Term Performance).
- RAPPAPORT ALFRED, *Saving Capitalism from Short-Termism, How to Build Long-Term Value and Take Back our Financial Future*, New York (NY, USA) 2011 (zit. RAPPAPORT, *Saving Capitalism*).
- REUL JÜRGEN, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, Eine juristische und ökonomische Analyse, Diss. Tübingen, Tübingen (DE) 1991 (= *Tübinger rechtswissenschaftliche Abhandlungen* Nr. 70).
- RICHLI PAUL, *Interdisziplinäre Daumenregeln für eine faire Rechtsetzung, Ein Beitrag zur Rechtsetzungslehre im liberalen sozial und ökologisch orientierten Rechtsstaat*, Basel 2000.
- RIEDER STEFAN, Whistleblowing als interne Risikokommunikation, Ausgestaltung eines unternehmensinternen Whistleblowing-Systems aus arbeits- und datenschutzrechtlicher Sicht, Diss. St. Gallen 2012, Zürich 2013 (= *RiU* Nr. 2).
- RIEMER HANS MICHAEL, *Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage im schweizerischen Gesellschaftsrecht (AG, GmbH, Genossenschaft, Verein, Stockwerkeigentümergeinschaft)*, Eine materiell- und prozessrechtliche Darstellung, Bern 1998 (zit. RIEMER, *Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage*).
- RIEMER HANS MICHAEL, *Die Einleitungsartikel des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Art. 1–10 ZGB); eine Einführung*, 2. Aufl., Bern/Zürich 2003 (zit. RIEMER, *Riemer* 2003).
- RINGE WOLF-GEORG, Shareholder Activism: A Renaissance, in: Gordon Jeffrey N./Ringe Wolf-Georg (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford (UK) 2018, 387 ff.
- RIZZO MARIO J./WHITMAN DOUGLAS GLEN, The Knowledge Problem of New Paternalism, *BYU Law Rev.* 2009, 905 ff.
- ROBERT CHRISTOPHER/ZECKHAUSER RICHARD, The Methodology of Normative Policy Analysis, *J. Policy Anal. Manag.* 2011, 613 ff.
- ROCK EDWARD B., Shareholder Eugenics in the Public Corporation, *Cornell Law Rev.* 2012, 849 ff.
- RODI MICHAEL, *Ökonomische Analyse des Öffentlichen Rechts*, Berlin (DE) 2014.
- ROE MARK J., Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom, *Bus. Law.* 2013, 977 ff. (zit. ROE, Short-Termism).
- ROE MARK J., Stock Market Short-Termism's Impact, *Univ. Pa. Law Rev.* 2018, 71 ff. (zit. ROE, *Stock Market*).

- ROE MARK J., *Missing the Target, Why Stock-Market Short-Termism is not the Problem*, Oxford (UK) 2022 (zit. ROE, Target).
- ROE MARK J./CENZI VENEZZE FEDERICO, *Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?*, *Bus. Law.* 2021, 467 ff.
- ROTH GÜNTHER H., *Zur Zukunft des Wertpapierrechts*, *BJM* 2011, 169 ff.
- ROTH PELLANDA KATJA, *Organisation des Verwaltungsrates, Zusammensetzung, Arbeitsteilung, Information und Verantwortlichkeit*, Diss. Zürich, Zürich 2007 (= SSW Nr. 268) (zit. ROTH PELLANDA, Organisation).
- ROTH PELLANDA KATJA, *Vertragsverhältnisse mit Verwaltungsräten*, *GesKR* 2012 (zit. ROTH PELLANDA, Vertragsverhältnisse).
- RÖTHELI ANDREAS/IFFLAND JACQUES, *La décotation*, *SZW* 2004, 305 ff.
- ROYCE JOSIAH, *The Philosophy of Loyalty*, New York (NY, USA) 1907.
- RUEDIN ROLAND, *Le fondement du principe de l'égalité*, in: Zen-Ruffinen Piermarco (Hrsg.), *De la constitution*, Basel 1996, 543 ff. (zit. RUEDIN, Fondement).
- RUEDIN ROLAND, *Droit des sociétés*, 2. Aufl., Bern 2006 (zit. RUEDIN, Sociétés).
- RÜEGG ALOIS, *Der Effektenbörsenauftrag unter spezieller Berücksichtigung der Treue-, Sorgfalts- und Rechenschaftspflicht*, Diss. Zürich, Zürich 1974.
- RUFFNER MARKUS, *Aktive Grossaktionäre: Neue Herausforderungen für das Aktienrecht?, Eine neoinstitutionalistische Analyse des Zielkonfliktes zwischen Liquidität und Kontrolle in Publikumsgesellschaften*, in: Kellerhals Andreas (Hrsg.), *Aktuelle Fragen zum Wirtschaftsrecht*, Zürich 1995, 233 ff. (zit. RUFFNER, Grossaktionäre).
- RUFFNER MARKUS, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance*, Zürich 2000 (zit. RUFFNER, Grundlagen).
- RUFFNER MARKUS, *Reformbedarf des Aktienrechts – eine «Law and Economics»-Perspektive*, *SJZ* 2005, 253 ff. (zit. RUFFNER, Reformbedarf).
- RUSBULT CARYL E./ZEMBRODT ISABELLA M./GUNN LAWANNA K., *Exit, Voice, Loyalty, and Neglect: Responses to Dissatisfaction in Romantic Involvements*, *J. Pers. Soc. Psychol.* 1982, 1230 ff.
- SALVI MARCO, *«Kumulus» – Langfristigkeit für Aktiengesellschaften*, in: Schwarz Gerhard/Meister Urs (Hrsg.), *Ideen für die Schweiz*, Zürich 2013, 237 ff.
- SALZGEBER-DÜRIG ERIKA, *Das Vorkaufsrecht und verwandte Rechte an Aktien*, Diss. Zürich, Zürich 1970 (= ZBR n.F. Nr. 345).
- SAMPSON RACHELLE/SHI YUAN, *Are Investor Time Horizons Shortening?*, *Seattle Univ. Law Rev.* 2016, 543 ff.
- SANCHIRICO CHRIS WILLIAM, *Taxes Versus Legal Rules as Instruments for Equity: A More Equitable View*, *J. Leg. Stud.* 2000, 797 ff.
- SANWALD RETO, *Bedeutung und Zukunft der Inhaberaktien in der Schweiz*, *REPRAX* 2/2000, 22 ff. (zit. SANWALD, Inhaberaktien).
- SANWALD RETO, *Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH*, Diss. Zürich, Zürich 2009 (= SSW Nr. 280) (zit. SANWALD, Austritt).

- SATCHELL STEPHEN E./DAMANT D. C., Testing for Short Termism in the UK Stock Market: A Comment, *Econ. J.* 1995, 1218 ff.
- SCHADE OSKAR, *Altdeutsches Wörterbuch*, Zweiter Bd., 2. Aufl., Halle a. d. S. (DE) 1882.
- SCHÄFER HANS-BERND, Allokationseffizienz als Grundprinzip des Zivilrechts, in: Ott Claus/Schäfer Hans-Bernd (Hrsg.), *Allokationseffizienz in der Rechtsordnung*, Berlin (DE) 1989, 1 ff.
- SCHÄFER HANS-BERND/OTT CLAUS, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, Berlin (DE)/Heidelberg (DE) 2012.
- SCHAFFNER TOM/WEIBEL ADAM, Die Festsetzung des Ausgabebetrags in der Kapitalerhöhung, *GesKR* 2017, 307 ff.
- SCHENKER URS, *Schweizerisches Übernahmerecht*, Habil. St. Gallen, Bern 2009 (zit. SCHENKER, *Übernahmerecht*).
- SCHENKER URS, Vorkaufsrechte, Vorhandrechte und Mitverkaufsrechte im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XV*, Zürich 2013, 245 ff. (zit. SCHENKER, *Vorkaufsrechte*).
- SCHERER FREDERIC M., Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments, *J. Econ. Perspect.* 1988, 69 ff.
- SCHILTKNECHT KURT, *Corporate Governance, Das subtile Spiel um Geld und Macht*, 2. Aufl., Zürich 2009.
- SCHLUEP WALTER R., *Die wohlerworbenen Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht*, Zürich/St. Gallen 1955 (= Veröffentlichungen der Handelshochschule St. Gallen. Reihe A Nr. 42).
- SCHMALENBACH EUGEN, *Die Aktiengesellschaft*, 7. Aufl., Wiesbaden 1950.
- SCHMIDT PATRICK/BURCKHARDT CHRISTOPH, Bundesgericht, I. zivilrechtliche Abteilung, Urteil 4A_455/2018 vom 9. Oktober 2019 (zur Publikation vorgesehen), A. AG gegen B. Inc., Vertretung der AG (Art. 718 und 32 ff. OR), faktische Organschaft, *AJP* 2020, 126 ff.
- SCHMITTMANN JENS M., Teil 26.2 Bewertung und Bilanzierung von Domains, in: Hoeren Thomas/Sieber Ulrich/Holznapel Bernd (Hrsg.), *Handbuch Multimedia-Recht*, München (DE) 2019.
- SCHNYDER ANTON K./LIATOWITSCH MANUEL, *Internationales Privat- und Zivilverfahrensrecht*, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2017.
- SCHÖNBÄCHLER MARCEL, Die Organisationsklage nach Art. 731b OR, Organisationsmängel und deren Rechtsfolgen sowie verfahrens- und kollisionsrechtliche Aspekte, *Diss. Zürich*, Zürich 2013 (= SSW Nr. 316).
- SCHÜTZE ROLAND, *Kundenzufriedenheit, After-Sales-Marketing auf industriellen Märkten*, *Diss. Berlin (DE)* 1991, *Wiesbaden (DE)* 1994 (= nbf Nr. 91).
- SCHWAB KLAUS, Five leadership priorities for 2017, 02.01.2017, <<https://perma.cc/36BK-DJ8Y>> (abgerufen am 11.01.2023).
- SCHWANDER IVO, *Das Statut der internationalen Gesellschaft*, *SZIER* 2002, 57 ff.

- SCHWARB THOMAS M., «Ich verpfeife meine Firma ...», Einführung in das Phänomen «Whistle-Blowing», Fachhochschule Solothurn Nordwestschweiz, Hochschule für Wirtschaft, Reihe A: Discussion Paper 98–01, Solothurn 1998.
- SCHWENZER INGEBORG/FOUNTOULAKIS CHRISTIANA, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, 8. Aufl., Bern 2020.
- SCHWERT G. WILLIAM/SEGUIN PAUL J., Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions, *Financ. Anal. J.* 5/1993, 27 ff.
- SEC, Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments, 19.04.1985, Washington (D.C., USA) 1985 (zit. SEC, Institutional Ownership).
- SEC, Review of the SEC's Section 13(f) Reporting Requirements, 27.09.2010, Report No. 480, Washington (D.C., USA) 2010 (zit. SEC, Reporting Requirements).
- SEGELOD ESBJÖRN, A comparison of managers' perceptions of short-termism in Sweden and the U.S., *Int. J. Prod. Econ.* 2000, 243 ff.
- SEN AMARTYA, *Collective Choice and Social Welfare*, San Francisco (CA, USA) 1970.
- SENDEN LINDA, *Soft Law in European Community Law*, Oxford (UK) 2004 (= *Modern Studies in European Law* Nr. 1).
- SERFLING MATTHEW A., CEO age and the riskiness of corporate policies, *J. Corp. Finance* 2014, 251 ff.
- SETHE ROLF, Die Regelung von Interessenkonflikten im Aktienrecht de lege lata und de lege ferenda, *SZW* 2018, 275 ff.
- SHARPE WILLIAM F., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, *J. Finance* 1964, 425 ff.
- SHLEIFER ANDREI/VISHNY ROBERT W., Large Shareholders and Corporate Control, *J. Political Econ.* 1986, 461 ff. (zit. SHLEIFER/VISHNY, Large Shareholders).
- SHLEIFER ANDREI/VISHNY ROBERT W., A Survey of Corporate Governance, *J. Finance* 1997, 737 ff. (zit. SHLEIFER/VISHNY, Survey).
- SIENA MATTIA, *La maggiorazione del voto e del dividendo nelle S.p.A. quotate: criticità e prospettive*, Rom (IT) 2017.
- SIKAVICA KATE/HILLMAN AMY, Towards a Behavioral Theory of Corporate Ownership and Shareholder Activism, *Acad. Manag. Proc.* 2008, 1 ff.
- SIMON HERBERT A., A Behavioral Model of Rational Choice, *Q. J. Econ.* 1955, 99 ff.
- SMITH CLIFFORD W./WATTS ROSS L., Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans, *Aust. J. Manag.* 1982, 139 ff.
- SMITH KEVIN B., Economic Techniques, in: Moran Michael/Rein Martin/Goodin Robert Edward (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Public Policy*, Oxford (UK) 2008, 729 ff.
- SOHMEN EGON, *Allokationstheorie und Wirtschaftspolitik*, 2. Aufl., Tübingen (DE) 1992.
- SOMMER CHRISTA, Die Treuepflicht des Verwaltungsrats gemäss Art. 717 Abs. 1 OR, Diss. Zürich, Zürich 2010 (= *SSHW* Nr. 298).
- SORKIN ANDREW ROSS, Hillary Clinton Aim Is to Thwart Quick Buck on Wall Street, *New York Times* 28.07.2015, Section B, 1.

- SOUDER DAVID/BROMILEY PHILIP, Explaining Temporal Orientation: Evidence from the Durability of Firm's Capital Investments, *Strat. Manag. J.* 2012, 550 ff.
- SPILLMANN TILL, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich, Zürich 2004 (= SSHW Nr. 232).
- SPOERLÉ PHILIP, Die Inhaberaktie, Ausgewählte Aspekte unter Berücksichtigung der GAFI-Gesetzesrevision, Diss. St. Gallen, Zürich 2015 (= SSHW Nr. 331).
- SPREMANN KLAUS/ERNST DIETMAR, Unternehmensbewertung, Grundlagen und Praxis, 2. Aufl., München (DE) 2011.
- STADLER MAXIMILIAN, Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds, Empirische Untersuchung für Deutschland, Diss. TU Berlin (DE), Berlin (DE) 2010.
- STAEHELIN ADRIAN/STAEHELIN DANIEL/GROLIMUND PASCAL, Zivilprozessrecht, Unter Einbezug des Anwaltsrechts und des internationalen Zivilprozessrechts, 3. Aufl., Zürich 2019.
- STAEHELIN MATTHIAS, Unterschätzte Fallstricke beim Börsengang, Rechte und Pflichten der Aktionäre beim Börsengang, *ST* 2006, 159 ff.
- STAEHELIN MAX RUDOLF, Zu Fragen der Aktiengesellschaft im schweizerischen IPR, Diss. Basel, Basel 1972.
- STAPLEDON GEOFF P., Institutional Shareholders and Corporate Governance, Diss. Oxford (UK), Oxford (UK) 1996.
- STAUB-BISANG MIRJAM, Soll man Loyalität kaufen?, *The Reporting Times* 8/2016, 5.
- STEIN JEREMY C., Takeover Threats and Managerial Myopia, *J. Political Econ.* 1988, 61 ff. (zit. STEIN, Takeover Threats).
- STEIN JEREMY C., Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, *Q. J. Econ.* 1989, 655 ff. (zit. STEIN, Capital Markets).
- STEIN JEREMY C., Chapter 2, Agency, Information and Corporate Investment, in: Constantinides George M./Harris Milton/Stulz René M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam (NE)/Boston (MA, USA) 2003, 111 ff. (zit. STEIN, Corporate Investment).
- STEINAUER PAUL-HENRI, Le Titre préliminaire du Code civil, Schweizerisches Privatrecht/Traité de droit privé suisse, Bd. II/1, Basel 2009.
- STEININGER THOMAS ALEXANDER, Interessenkonflikte des Verwaltungsrates, Diss. Zürich, Zürich 2011 (= ZStP Nr. 238).
- STELLA RICHTER MARIO, Prime considerazioni sul dividendo maggiorato, *Riv. banc.* 5–6/2010, 59 ff. (zit. STELLA RICHTER, considerazioni).
- STELLA RICHTER MARIO, I troppi problemi del dividendo maggiorato, *Riv. dir. comm.* 2011, 89 ff. (zit. STELLA RICHTER, problemi).
- STIGLITZ JOSEPH E., Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading, *J. Financ. Serv. Res.* 1989, 101 ff.
- STIRNEMANN ALFRED, Die Vertragsparteien des Aktionärbindungsvertrages: zum Beitrag von Dr. Max Meyer in *ZBJV* 136, S. 421 ff., *ZBJV* 2000, 585 f.

- STÖCKLI ANDREAS, Behördenmitglieder in den obersten Führungs- und Aufsichtsgremien von öffentlichen Unternehmen, Ein Beitrag zum Organisationsrecht öffentlicher Unternehmen, Diss. Freiburg i. Üe., Bern 2012 (= PIFF Nr. 3).
- STOFFEL WALTER A./HEINZMANN MICHEL, Interessendurchgriff?, in: von der Crone Hans Caspar et al. (Hrsg.), Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich 2003, 199 ff.
- STOUT LYNN A., The Shareholder Value Myth, How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public, San Francisco (CA, USA) 2012.
- STRAND THERESE, Short-Termism in the European Law, *Columbia J. Eur. Law* 2015, 15 ff.
- STRINE LEO E. JR., One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?, *BL* 2010, 1 ff. (zit. STRINE, Corporate Governance).
- STRINE LEO E. JR., The Soviet Constitution Problem in Comparative Corporate Law: Testing the Proposition that European Corporate Law is More Stockholder Focused than U.S. Corporate Law, *South. Calif. Law Rev.* 2016, 1239 ff. (zit. STRINE, Comparative Corporate Law).
- STRINE LEO E. JR., Who Bleeds When the Wolves Bite?, A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System, *Yale Law J.* 2017, 1870 ff. (zit. STRINE, Wolves).
- STRINE LEO E. JR., Toward Fair and Sustainable Capitalism, A Comprehensive Proposal to Help American Workers, Restore Fair Gainsharing Between Employees and Shareholders, and Increase American Competitiveness by Reorienting Our Corporate Governance System Toward Sustainable Long-Term Growth and Encouraging Investments in America's Future, The Harvard John M. Olin Discussion Paper No. 1018, Cambridge (MA, USA) 2019 (zit. STRINE, Sustainable Capitalism).
- STRUB FRANCO/CARONI ANDREA, Die Schranken der Anwaltswerbung auf dem Prüfstand, *Anwaltsrevue* 2020, 414 ff.
- STUTZ BETTINA/VON DER CRONE HANS CASPAR, Kündigung des Arbeitsverhältnisses mit dem Vizedirektor einer Aktiengesellschaft, *Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts* 4C.234/2001 vom 10. Dezember 2001/BGE 128 III 129, *SZW* 2002, 260 ff.
- SUMMERS LAWRENCE HENRY/SUMMERS VICTORIA P., When Financial Markets Work Too Well, A Cautious Case For a Securities Transactions Tax, *J. Financ. Serv. Res.* 1989, 261 ff.
- SUNSTEIN CASS R., Behavioral Analysis of Law, *Univ. Chic. Law Rev.* 1997, 1175 ff. (zit. SUNSTEIN, Behavioral Analysis).
- SUNSTEIN CASS R., Why Nudge?, The Politics of Libertarian Paternalism, New Haven (CT, USA) 2014 (zit. SUNSTEIN, Why nudge?).
- SUPINO PIETRO, Gedanken zum Konzept des Shareholder Value und Verantwortlichkeit bei der Unternehmensführung, *AJP* 1997, 354 ff.
- TALI ZÖHRE/GRAAF FRANK JAN de, Loyalitätsdividend, registratiedividend en institutionele beleggers: 'Vaste relatie of betaalde liefde?', *Ondernemingsrecht* 2007, 139 ff.

- TAUPITZ JOCHEN, *Ökonomische Analyse und Haftungsrecht – Eine Zwischenbilanz*, AcP 1996, 114 ff.
- TEHRANIAN HASSAN/WAEGELEIN JAMES F., *Market Reaction to Short-Term Executive Compensation Plan Adoption*, J. Account. Econ. 1985, 131 ff.
- THAKOR RICHARD T., *A Theory of Efficient Short-Termism*, Draft August, 2016, Minneapolis (MN, USA) 2016.
- THALER RICHARD H./SUNSTEIN CASS R., *Nudge, Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, New Haven (CT, USA) 2008.
- THE COUNCIL OF EXPERTS ON THE STEWARDSHIP CODE, *Principles for Responsible Institutional Investors*, «Japan's Stewardship Code», 24.03.2020, Tokio (JP) 2020.
- THE NORWEGIAN CORPORATE GOVERNANCE BOARD, *The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance*, 17.10.2018, 9. Aufl., Oslo (NO) 2018.
- THOMMEN PHILIPP/KÖHLI MÜLLER SIMONE, *Handlungsspielraum bei der ordentlichen Kapitalerhöhung, Spezielle Umstände erfordern eine gewisse Flexibilität des Verfahrens*, Jusletter 22.03.2010.
- TIMMERMAN LEVINUS, *Conclusie bij Hoge Raad*, 14.12.2007, NJ 2008, Nr. 105.
- TOGNI LORENZO DOMENICO, *Standstill Agreements nach U.S.-amerikanischem und schweizerischem Recht, Vertragsrechtliche, aktienrechtliche und börsenrechtliche Aspekte*, Diss. St. Gallen, Zürich 2010 (= SSHW Nr. 293).
- TREUHAND-KAMMER, *Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung*, Bd. «Buchführung und Rechnungslegung», Zürich 2014.
- TRIFFERER OTTO, *Die Verwertung legistischer Erfahrungen anderer Gesetzgeber*, in: Schäffer Heinz (Hrsg.), *Gesetzgebung und Rechtskultur*, Wien (AT) 1987, 121 ff.
- TRIGO TRINDADE RITA, *Le conseil d'administration de la société anonyme, Composition, organisation et responsabilité en cas de pluralité d'administrateurs*, Diss. Genf 1994, Basel/Frankfurt a.M. (DE)/Genf 1996.
- TRIGO TRINDADE RITA/PETER HENRY, *Responsabilité des organes de gestion dans un groupe de sociétés: commentaire des ATF 128 III 29 et 128 III 92*, SZW 2002, 251 ff.
- TROXLER TIZIAN, *Die grosse Aktienrechtsrevision im Lichte der internationalen Corporate-Governance-Debatte*, recht 2008, 205 ff.
- TYLER TOM R./LIND E. ALLAN, *A Relational Model of Authority in Groups*, in: Zanna Mark (Hrsg.), *Advances in Experimental Social Psychology*, Cambridge (MA, USA) 1992, 115 ff.
- U.S. PATENT AND TRADEMARK OFFICE, *U.S. Patent Statistics Chart Calendar Years 1963–2018*, Version vom Mai 2021, <<https://perma.cc/H6MW-BU26>> (abgerufen am 11.01.2023).
- UHLMANN FELIX, *Interdisziplinarität in Rechtsetzung und Rechtsetzungslehre*, in: Caroni Martina (Hrsg.), *Auf der Scholle und in lichten Höhen*, Zürich/Baden-Baden (DE) 2011, 781 ff.

- VALLENDER KLAUS A./HETTICH PETER/LEHNE JENS, Wirtschaftsfreiheit und begrenzte Staatsverantwortung, Grundzüge des Wirtschaftsverfassungs- und Wirtschaftsverwaltungsrecht, 4. Aufl., Bern 2006.
- VAN AAKEN ANNE, Begrenzte Rationalität und Paternalismusgefahr: Das Prinzip des schonendsten Paternalismus, in: Anderheiden Michael/Bürkli Peter/Heinig Hans Michael/Kirste Stephan/Seelmann Kurt (Hrsg.), Paternalismus und Recht, Tübingen (DE) 2006, 109 ff.
- VAN DER ELST CHRISTOPH, Do Loyalty Shares Affect the Engagement of Shareholders? A Study of the French CAC-40 Companies, *Int. J. Financial Serv.* 2017, 33 ff.
- VAN OLFFEN MARTIN, *Loyaliteitsaandelen*, WPNR 2006, 779 ff.
- VAN RIXTEL ADRIAN/VILLEGAS ALAN, Equity Issuance and Share Buybacks, *BIS Q. Rev.* 1/2015, 2829 f.
- VAYANOS DIMITRI/WANG JIANG, Chapter 19, Market Liquidity – Theory and Empirical Evidence, in: Constantinides George M./Harris Milton/Stulz René M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam (NE)/Boston (MA, USA) 2013, 1289 ff.
- VENTORUZZO MARCO, The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat, March 2015, ECGI Law Working Paper N° 288/2015, Brüssel (BE) 2015.
- VETTER MEINRAD, Der verantwortlichkeitsrechtliche Organbegriff gemäss Art. 754 Abs. 1 OR, Diss. St. Gallen 2006, Zürich 2007 (= SSHW Nr. 261).
- VISCHER FRANK/HUBER LUCIUS/OSER DAVID, *Internationales Vertragsrecht*, 2. Aufl., Bern 2000.
- VISCHER FRANK/RAPP FRITZ, *Zur Neugestaltung des schweizerischen Aktienrechts*, Bern 1968.
- VISCHER MARKUS, BGer 4A_645/2017: Arbeitsvertrag, Abgangsentschädigung, AJP 2018, 1400 ff.
- VISCHER MARKUS/GALLI DARIO, Wer ist die wirtschaftlich berechnete Person gemäss Art. 697j Abs. 2 Satz 1 OR?, AJP 2020, 1022 ff.
- VOGEL ALEXANDER, Neuere Tendenzen im Konzern(haftungs)recht, in: Schweizer Rainer J./Burkert Herbert/Gasser Urs (Hrsg.), *Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag*, Zürich/Basel/Genf 2002.
- VOGT HANS-UELI, *Gesellschaftsrecht E-Learning-Plattform*, <<https://perma.cc/YA3L-PEAR>> (abgerufen am 11.01.2023) (zit. VOGT, Gesellschaftsrecht).
- VOGT HANS-UELI, Der öffentliche Glaube des Handelsregisters, Registerrecht – Vertrauenshaftung – Ökonomie der Information, Diss. Zürich, Zürich 2003 (= SSHW Nr. 220) (zit. VOGT, Handelsregister).
- VOGT HANS-UELI, Aktionärsdemokratie, Über die Möglichkeiten und Grenzen der Verwirklichung eines politischen Leitbildes im Aktienrecht, mit besonderer Berücksichtigung der Revision des schweizerischen Aktienrechts 2012 (zit. VOGT, Aktionärsdemokratie).

- VOGT HANS-UELI, Konvergenz von Gesellschaftsrechten, Ein rechtsvergleichender Befund und seine rechtssoziologische und rechtstheoretische Erklärung im Lichte der Globalisierung, Habil. Zürich 2006, Zürich 2012 (zit. VOGT, Konvergenz).
- VOGT HANS-UELI, Freiheit und Zwang im Aktienrecht, NZZ 20.01.2015, 21 (zit. VOGT, Freiheit).
- VOGT HANS-UELI/BÄNZIGER MICHAEL, Das Bundesgericht anerkennt die Business Judgment Rule als Grundsatz des schweizerischen Aktienrechts, Ein Beitrag zur Einordnung der Business Judgment Rule in die Dogmatik der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit, aus Anlass des Bundesgerichtsurteils 4A_74/2012 vom 18. Juni 2012, GesKR 2012, 607 ff.
- VOGT HANS-UELI/BASCHUNG MANUEL, Wie weiter im Aktienrecht nach der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei»?., GesKR 2013, 5 ff.
- VOGT HANS-UELI/HIRSIGER-MEIER VALENTINA/HOFER THOMAS, Statutarische Schiedsklauseln, nach dem Entwurf für ein neues Aktienrecht, Zürich/Basel/Genf 2019 (= SZA Nr. 28).
- VOGT HANS-UELI/PETER ANNE, Aktienrechtliche Rahmenbedingungen einer finanziellen Sanierung, insbesondere das Verbot der Einlagerückgewähr, Besprechung des Urteils 4A_496/2010 des schweizerischen Bundesgerichts vom 14. Februar 2011, GesKR 2011, 228 ff.
- VOGT HANS-UELI/SCHÖNBÄCHLER MARCEL, Verantwortlichkeitsansprüche im Konkurs der Gesellschaft: Modalitäten der Geltendmachung und Zulässigkeit von Einreden, Besprechung der Bundesgerichtsurteile 4A_463/2009 vom 7. Dezember 2009 und 4A_446/2009 vom 8. Dezember 2009, GesKR 2010, 246 ff.
- VON BÜREN ROLAND/BÄHLER THOMAS, Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, AJP 1996, 391 ff.
- VON BÜREN ROLAND/BRÜTSCH RAPHAEL, Die «Harmonikasanierung» – Sind Mitgliedschaft und Stimmrecht in der Aktiengesellschaft wirklich unentziehbar?, in: Schweizer Rainer J./Burkert Herbert/Gasser Urs (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2002, 637 ff.
- VON BÜREN ROLAND/BÜRGI JOHANNES ANDREAS, Rechtsformwechselnde Umwandlung einer GmbH in eine AG de lege lata: Das klärende Wort aus Lausanne BGE 125 III 18, REPRAX 1/1999, 3 ff.
- VON BÜREN ROLAND/HINTZ MONIKA, Die Aktiengesellschaft als Partei eines Aktionärsbindungsvertrages?, ZBJV 2000, 802 ff.
- VON BÜREN ROLAND/STOFFEL WALTER A./WEBER ROLF H., Grundriss des Aktienrechts, Mit Berücksichtigung der laufenden Revision, 3. Aufl., Zürich 2011.
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 1997, 71 ff. (zit. VON DER CRONE, Publikumsgesellschaften).
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR II 2000, 235 ff. (zit. VON DER CRONE, Verantwortlichkeit).

- VON DER CRONE HANS CASPAR, Aktienrecht, 1. Aufl. 2014 (zit. VON DER CRONE, Aktienrecht, 1. Aufl.).
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Aktienrecht, 2. Aufl., Bern 2020 (zit. VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl.).
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Aktienrechtsrevision – Stand nach der Rechtskommission Ständerat, Video-Beitrag vom 17.02.2020, Zürich 2020 (zit. VON DER CRONE, Aktienrechtsrevision).
- VON DER CRONE HANS CASPAR/BEYELER KARIN/DÉDEYAN DANIEL, Stakeholder im Aktienrecht, ZSR 2003, 409 ff.
- VON DER CRONE HANS CASPAR/BILEK EVA, Aktienrechtliche Querbezüge zum geplanten Bucheffektengesetz, SZW 2008, 193 ff.
- VON DER CRONE HANS CASPAR/CARBONARA ANTONIO/HUNZIKER SILVIA, Aktienrechtliche Verantwortlichkeit und Geschäftsführung, Ein funktionaler und systematischer Überblick, Basel 2006 (= Beihefte ZSR Nr. 43).
- VON DER CRONE HANS CASPAR/CARBONARA ANTONIO/MAROLDA MARTÍNEZ LARISSA, Corporate Governance und Führungsorganisation in der Aktiengesellschaft, SJZ 2004, 405 ff.
- VON DER CRONE HANS CASPAR/GERSBACH ANDREAS/KESSLER FRANZ J./VON DER CRONE BRIGITTE/INGBER KARIN, Das Fusionsgesetz, 2. Aufl., Zürich 2017.
- VON DER CRONE HANS CASPAR/HOCH MARIEL, Nachhaltigkeit und Nachhaltigkeitsreporting, AJP 2002, 40 ff.
- VON DER CRONE HANS CASPAR/ISLER MARTINA, Dispoaktien, GesKR Sondernummer 2008, 76 ff.
- VON DER CRONE HANS CASPAR/MOHASSEB KEIVAN, Stand der Aktienrechtsrevision, AJP 2019, 781 ff.
- VON DER CRONE HANS CASPAR/MONSCH MARTIN, Durchgriff und wirtschaftliche Einheit, Bundesgerichtsurteil 5A_739/2012 vom 17. Mai 2013, SZW 2013, 445 ff.
- VON GRAFFENRIED MORITZ, Short-termism in the Swiss equity market, Masterarbeit Zürich, Zürich 2016.
- VON GREYERZ CHRISTOPH, Die Aktiengesellschaft, in: Steiger Werner von/Grossen Jacques-Michel/Greyerz Christoph von/Gutzwiller Max (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Basel 1982, 1 ff.
- VON PLANTA THOMAS, Der Schutz der Aktionäre bei der Kapitalerhöhung, Unter Berücksichtigung der massgeblichen Bestimmungen des EG-Gesellschaftsrechts, Diss. Basel, Basel 1992 (= BStR/A Nr. 26).
- VON SALIS-LÜTOLF ULYSSES, Private Equity Finanzierungsverträge, Funktion – Recht – Steuern, Baden-Baden (DE) 2002.
- VON STEIGER FRITZ, Das Recht der Aktiengesellschaft in der Schweiz, 4. Aufl., Zürich 1970 (zit. VON STEIGER, Aktiengesellschaft).

- VON STEIGER FRITZ, Fragen betreffend das Bezugsrecht bei nutznießungsbelasteten und verpfändeten Aktien, in: Boemle Max/Geiger Willi/Pedrazzini Mario M./Schluep Walter R. (Hrsg.), *Lebendiges Aktienrecht*, Zürich 1971, 377 ff. (zit. VON STEIGER, Fragen).
- VON STEIGER WERNER, Über die Verantwortungen des Hauptaktionärs, in: *Juristische Fakultät der Universität Freiburg* (Hrsg.), *Ius et lex*, Basel 1959, 699.
- VON TUHR ANDREAS/PETER HANS, *Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts*, Bd. I, 3. Aufl., Zürich 1979.
- VON WEIZSÄCKER CARL CHRISTIAN, Was leistet die Property Rights-Theorie für aktuelle wirtschaftspolitische Fragen?, in: Neumann Manfred (Hrsg.), *Ansprüche, Eigentums- und Verfügungsrechte*, Berlin (DE) 1984, 123 ff.
- VON WÜRZBURG KONRAD, Heinrich von Kempten, in: Schnyder André (Hrsg.), *Konrad von Würzburg, Kaiser Otto und Heinrich von Kempten*, Göppingen 1989, 1 ff.
- VOS TOM, *Report on the ECGI Roundtable on Loyalty Shares*, Brüssel (BE) 2018.
- WAHAL SUNIL/MCCONNELL JOHN J., Do institutional investors exacerbate managerial myopia?, *J. Corp. Finance* 2000, 307 ff.
- WASTL ULRICH, *Aktienrechtliche Treupflicht und Kapitalmarkt, Ein Plädoyer für eine juristisch-interdisziplinäre Betrachtungsweise*, Frankfurt a.M. (DE) 2004.
- WATTER ROLF, *Die Verpflichtung der AG aus rechtsgeschäftlichen Handeln ihrer Stellvertreter, Prokuristen und Organe, Speziell bei sogenanntem «Missbrauch der Vertretungsmacht»*, Diss. Zürich, Zürich 1985 (= SSHW Nr. 81) (zit. WATTER, *Verpflichtung der AG*).
- WATTER ROLF, *Unternehmensübernahmen, Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände*, Habil. Zürich 1988, Zürich 1990 (zit. WATTER, *Unternehmensübernahmen*).
- WATTER ROLF, *Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht*, *AJP* 1993, 117 ff. (zit. WATTER, *Minderheitenschutz*).
- WATTER ROLF, *Investorenschutz im Kapitalmarktrecht*, *AJP* 1997, 269 ff. (zit. WATTER, *Investorenschutz*).
- WATTER ROLF/DUBS DIETER, *Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XII*, Zürich 2010, 1 ff.
- WATTER ROLF/MAIZAR KARIM, *Konkurrierende Übernahmeangebote*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VII*, Zürich 2005, 1 ff.
- WATTER ROLF/ROTH PELLANDA KATJA, *Shareholder Activism*, in: Leibfried Peter/Schäfer Dirk (Hrsg.), *25 Jahre Unternehmertum*, Zürich 2010, 79 ff.
- WATTER ROLF/SPILLMANN TILL, *Corporate Social Responsibility – Leitplanken für den Verwaltungsrat Schweizerischer Aktiengesellschaften*, *GesKR* 2006, 94 ff.
- WEBER CHRISTOPH, *Privatautonomie und Außeneinfluß im Gesellschaftsrecht*, Habil. Mainz (DE) 1999, Tübingen (DE) 2000 (= *Jus Privatum* Nr. 44).
- WEBER MARTIN, *Vertretung im Verwaltungsrat, Qualifikation – Zulässigkeit – Schranken*, Diss. Zürich 1993, Zürich 1994 (= SSHW Nr. 155).

- WEBER ROLF H., Vertrags- bzw. Statutengestaltung und Minderheitenschutz, in: Schweizerischer Anwaltsverband (Hrsg.), Das neue Aktienrecht, Zürich 1992, 71 ff.
- WEBER-REY DANIELA/REPS MARKUS, Ankerbeteiligungen: Chancen für die Corporate Governance, Rechtsrahmen und Investorenvereinbarungen, Ein Beitrag zu der rechtspolitischen Debatte und verantwortungsbewusste Aktionäre, ZGR 2013, 597 ff.
- WEF, The Future of Long-term Investing, New York (NY, USA) 2011.
- WEGNER GERHARD, Wirtschaftspolitik zwischen Selbst- und Fremdsteuerung, Ein neuer Ansatz, Habil. Witten (DE) 1995, Baden-Baden (DE) 1996 (= Contributiones Jenenses Nr. 3).
- WEHRLI RUDOLF, Die Aktionärsdemokratie ist ein Mythos, Schweizer Monat 1010/2013, 23 ff.
- WEN TIAN, You Can't Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies From Listing on the Securities Exchanges, Univ. Pa. Law Rev. 2014, 1495 ff.
- WENGER CHRISTIAN C., Das bedingte Kapital im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1995, Zürich 1996 (= SSHW Nr. 165).
- WENNINGER RENATE, Die aktienrechtliche Schweigepflicht, mit einer Übersicht über die wichtigsten Schweigepflichten im Zivilrecht, Diss. Zürich, Zürich 1983 (= SSHW Nr. 70).
- WERANI THOMAS, Bewertung von Kundenbindungsstrategien in B-to-B-Märkten, Methodik und praktische Anwendung, Habil. Linz (AT) 2003, Wiesbaden (DE) 2004 (= nbf Nr. 324).
- WERLEN THOMAS, Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechts, Diss. Zürich, Zürich 1994 (= SSB Nr. 23).
- WERNER WINFRIED, Zur Treupflicht des Kleinaktionärs, in: Kropff Bruno/Bierich Marcus/Hommelhoff Peter (Hrsg.), Unternehmen und Unternehmungsführung im Recht, Berlin (DE)/Boston (MA, USA) 1993, 419 ff.
- WESTERMANN HARM PETER, Vertragsfreiheit und Typengesetzlichkeit im Recht der Personengesellschaften, Habil. Köln (DE) 1969, Berlin (DE) 1970.
- WESTERMANN HARRY, Interessenkollisionen und ihre richterliche Wertung bei den Sicherungsrechten an Fahrnis und Forderungen, Karlsruhe (DE) 1954 (= Juristische Studiengesellschaft Karlsruhe, Schriftenreihe Nr. 11).
- WIDMER CHRISTOPH K., Die Liberierung im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich 1998.
- WIDMER MICHAEL B., Das Vorwegzeichnungsrecht bei Options- und Wandelanleihen, Diss. Zürich, Zürich 1996 (= SSB Nr. 35).
- WIDMER PIERRE, Rechtsvergleichung und Gesetzgebung, LeGes 3/2003, 9 ff.
- WIEDENBECK MICHAEL/ZÜLL CORNELIA, 21 Clusteranalyse, in: Wolf Christof/Best Henning (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, Wiesbaden (DE) 2010, 525 ff.
- WIELAND ALFRED, Haben statutarische Vorkaufsrechte an Aktien obligatorische oder aktienrechtliche (dingliche) Wirkung?, SAG 1954, 154 ff.

- WIELAND CARL, Handelsrecht, Zweiter Bd., Die Kapitalgesellschaften, München (DE)/Leipzig (DE) 1931.
- WIESE JÖRG, Zins(satz)ermittlung mit dem CAPM, in: Petersen Karl/Zwirner Christian (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, Köln (DE) 2017, 367 ff.
- WIGGER BERTHOLD U., Grundzüge der Finanzwissenschaft, 2. Aufl., Berlin (DE)/Heidelberg (DE)/New York (NY, USA) 2006.
- WILLEY KIM M., Stock Market Short-Termism, Cham 2019.
- WINKER PETER, Empirische Wirtschaftsforschung und Ökonometrie, 3. Aufl., Berlin (DE)/Heidelberg (DE) 2010.
- WOHLMANN HERBERT, Die Treuepflicht des Aktionärs, Diss. Zürich, Zürich 1968 (= ZBR n.F. Nr. 286) (zit. WOHLMANN, Treuepflicht).
- WOHLMANN HERBERT, «Typischer Aktionär» und «Shareholder Value», in: von Büren Roland (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz, Bern 1998, 415 ff. (zit. WOHLMANN, Typischer Aktionär).
- WOLF MATTHIAS/GABERTHÜEL TINO, Käuferaktien als Zahlungsmittel bei M&A-Transaktionen, GesKR 2013, 195 ff.
- WOLFF HANS-GEORG/BACHER JOHANN, 15 Hauptkomponentenanalyse und explorative Faktorenanalyse, in: Wolf Christof/Best Henning (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, Wiesbaden (DE) 2010, 333 ff.
- WOOLRIDGE J. RANDALL, Competitive Decline and Corporate Restructuring: Is a Myopic Stock Market to Blame?, J. Appl. Corp. Finance 1988, 26 ff.
- WOOLRIDGE J. RANDALL/SNOW CHARLES C., Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions, Strateg. Manag. J. 1990, 353 ff.
- WORLDBANK, Gross Fixed Capital Formation (% of GDP), <<https://perma.cc/9K4H-8ZPR>> (abgerufen am 11.01.2023).
- WUCKER MICHELE, The Gray Rhino, New York (NY, USA) 2016.
- WÜRSCH DANIEL, Der Aktionär als Konkurrent der Gesellschaft, Seine rechtliche Stellung sowie mögliche Massnahmen zur Verhinderung einer Schädigung von Gesellschaft und Mitaktionären, Diss. Zürich, Zürich 1989 (= SSHW Nr. 124).
- WYSS MARTIN, Vom Nutzen und Schaden der Rechtsvergleichung für die Rechtsetzung, LeGes 3/2012, 259 ff.
- ZINDEL GAUDENZ, Bezugsrechte in der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1984 (= SSHW Nr. 78).
- ZINDEL GAUDENZ G./WEBER DANIEL S./PHILIPPE ARNAUD F., Zeitpunkt der Wirksamkeit statutenändernder Generalversammlungs- und Verwaltungsratsbeschlüsse, REPRAX 2/3/2008, 36 ff.
- ZOBL DIETER, Probleme der organschaftlichen Vertretungsmacht, ZBJV 1989, 289 ff.
- ZOBL DIETER/KRAMER STEFAN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004.
- ZÖLLNER WOLFGANG, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, Habil. München (DE) 1960, München (DE) 1963 (= Schriften des Instituts für Wirtschaftsrecht an der Universität Köln Nr. 15).

Materialienverzeichnis

- ABB LTD, Statuten, 02.05.2019, <<https://perma.cc/E4ZT-6YAH>> (abgerufen am 11.01.2023), Zürich 2019.
- AIR LIQUIDE S.A., 2013 Reference Document, <<https://perma.cc/DA62-4DTP>> (abgerufen am 11.01.2023), Paris (FR) 2014 (zit. AIR LIQUIDE S.A., 2013 Reference Document).
- AIR LIQUIDE S.A., 2018 Reference Document, <<https://perma.cc/A7VA-LN3H>> (abgerufen am 11.01.2023), Paris (FR) 2019 (zit. AIR LIQUIDE S.A., 2018 Reference Document).
- AIR LIQUIDE S.A., Statuts, 01.10.2019, <<https://perma.cc/85TQ-XQ9A>> (abgerufen am 11.01.2023), Paris (FR) 2019 (zit. AIR LIQUIDE S.A., Statuts).
- AIR LIQUIDE S.A., Avis de Convocation, Assemblée Générale Mixte du 5 mai 2020, <<https://perma.cc/N6HC-B58M>> (abgerufen am 11.01.2023), Paris (FR) 2020 (zit. AIR LIQUIDE S.A., Avis de Convocation 2020).
- AIR LIQUIDE S.A., 2022 Shareholder's guide, <<https://perma.cc/4MAN-YSLN>> (abgerufen am 11.01.2023), Paris (FR) 2022 (zit. AIR LIQUIDE S.A., 2022 Shareholder's guide).
- ALBIOMA S.A., Statuts, 10.07.2018, <<https://perma.cc/NZ7P-N53U>> (abgerufen am 11.01.2023), Paris (FR) 2018.
- AmtlBull NR 1934, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Nationalrat) 1934, 262 ff.
- AmtlBull NR 1985, Obligationenrecht. Aktienrecht, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Nationalrat) 1985, 1657 ff.
- AmtlBull NR 1990, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Nationalrat) 1990, 1383 ff.
- AmtlBull NR 1997, Motion Eymann, Nachhaltige Entwicklung. Aufnahme in die Bundesverfassung, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Nationalrat) 1997, 2831.
- AmtlBull NR 2012, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Nationalrat) 2012, 1 ff.
- AmtlBull NR 2018, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Nationalrat) 2018, 1 ff.
- AmtlBull NR 2019, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Nationalrat) 2019, 1 ff.
- AmtlBull NR 2020, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Nationalrat) 2020, 1 ff.

- AmtlBull SR 1931, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Ständerat) 1931, 389 ff.
- AmtlBull SR 1935, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Ständerat) 1935, 78 ff.
- AmtlBull SR 1988, Obligationenrecht. Aktienrecht, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Ständerat) 1988, 453 ff.
- AmtlBull SR 2005, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Ständerat) 2005, 1 ff.
- AmtlBull SR 2009, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Ständerat) 2009, 287 ff.
- AmtlBull SR 2012, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Ständerat) 2012, 1 ff.
- AmtlBull SR 2019, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Ständerat) 2019, 1 ff.
- BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, BBl 1983 II, 745 ff.
- BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2007, Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, 1589 ff.
- BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016, BBl 2017, 399 ff.
- BOTSCHAFT BEG 2006, Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. November 2006, BBl 2006, 9315 ff.
- BOTSCHAFT BEHG 1993, Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993, 1369 ff.
- BOTSCHAFT FUSG, Botschaft zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz; FusG) vom 13. Juni 2000, BBl 2000, 4337 ff.
- BOTSCHAFT GAFI-GESETZ 2013, Botschaft zur Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière (GAFI) vom 13. Dezember 2013, BBl 2014, 605 ff.
- BOTSCHAFT HANDELSREGISTERRECHT 2015, Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Handelsregisterrecht) vom 15. April 2015, BBl 2015, 3617 ff.
- BOTSCHAFT OR 1879, Botschaft des Bundesrates an die hohe Bundesversammlung zu einem Gesetzentwurfe, enthaltend Schweizerisches Obligationen- und Handelsrecht. (Vom 27. November 1879.), BBl 1880, 149 ff.
- BOTSCHAFT OR 1928, Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zu einem Gesetzesentwurf über die Revision der Titel XXIV bis XXXIII des schweizerischen Obligationenrechts vom 21. Februar 1928, BBl 1928, 205 ff.

- BOTSCHAFT OR 2001, Botschaft zur Revision des Obligationenrechts (GmbH-Recht sowie Anpassungen im Aktien-, Genossenschafts-, Handelsregister- und Firmenrecht), BBl 2001, 3148 ff.
- BOTSCHAFT REVISIONSPFLICHT 2004, Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Revisionspflicht im Gesellschaftsrecht) sowie zum Bundesgesetz über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisorinnen und Revisoren vom 23. Juni 2004, BBl 2004, 3969 ff.
- BOTSCHAFT ZGB, Botschaft des Bundesrats an die Bundesversammlung, zu einem Gesetzesentwurf enthaltend das Schweizerische Zivilgesetzbuch vom 28. Mai 1904, BBl 1904 IV, 1 ff.
- CESR, Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Equity Markets, 29 July 2010, CESR/10-802, Paris (FR) 2010.
- CREDIT SUISSE GROUP AG, Statuten, 26.04.2019, <<https://perma.cc/F9KP-GBEV>> (abgerufen am 11.01.2023), Zürich 2019.
- E-BVG NS 2020, Entwurf vom 23. November 2016 zum Obligationenrecht (Aktienrecht), Änderung des Bundesgesetzes vom 25. Juni 1982 über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge, Beschlüsse des Nationalrats und Ständerats vom 19. Juni 2020.
- ENGIE S.A., Brochure de Convocation, Assemblée Générale Mixte des actionnaires, Vendredi 18 mai 2018, <<https://perma.cc/2RQH-GGE3>> (abgerufen am 11.01.2023), Courbevoie (FR) 2018 (zit. ENGIE S.A., Brochure de Convocation 2018).
- ENGIE S.A., Statuts, 14.05.2020, <<https://perma.cc/D6N5-8ZE2>> (abgerufen am 11.01.2023), Courbevoie (FR) 2020 (zit. ENGIE S.A., Statuts).
- E-OR 1864, Entwurf Schweizerisches Handelsrecht, Entwurf von 1864, in: Fasel Urs (Hrsg.), Handels- und obligationenrechtliche Materialien, Bern/Stuttgart (DE)/Wien (AT) 2000, 167 ff.
- E-OR 1871, Schweizerisches Obligationenrecht. Entwurf von 1871, von Walther Munzinger, in: Fasel Urs (Hrsg.), Handels- und obligationenrechtliche Materialien, Bern/Stuttgart (DE)/Wien (AT) 2000, 555 ff.
- E-OR 1875, Schweizerisches Obligationenrecht mit Einschluss des Handels- und Wechselrechtes, Entwurf bearbeitet nach den Beschlüssen einer Kommission vom 22. bis 28. Oktober 1869 und vom 6. bis 13. Oktober 1872, gedruckt im Juli 1875 in Bern, in: Fasel Urs (Hrsg.), Handels- und obligationenrechtliche Materialien, Bern/Stuttgart (DE)/Wien (AT) 2000, 701 ff.
- E-OR 1877, Schweizerisches Obligationenrecht mit Einschluss des Handels- und Wechselrechtes. Entwurf bearbeitet nach den Beschlüssen einer Kommission vom 16. bis 21. Mai 1876 und vom 18. September bis 7. Oktober 1876, Bern 1877, in: Fasel Urs (Hrsg.), Handels- und obligationenrechtliche Materialien, Bern/Stuttgart (DE)/Wien (AT) 2000, 867 ff.
- E-OR 1879, Schweizerisches Obligationen- und Handelsrecht. (Art. 64 der Bundesverfassung). Entwurf des eidgenöss. Justiz- und Polizei-Departementes, bearbeitet auf Grundlage der Berathungen und Beschlüsse einer Kommission, Juli 1879, in: Fasel

Urs (Hrsg.), Handels- und obligationenrechtliche Materialien, Bern/Stuttgart (DE)/Wien (AT) 2000, 1051 ff.

E-OR 1928, Entwurf vom 21. Februar 1928 zum Bundesgesetz über die Revision der Titel XXIV bis XXXIII des schweizerischen Obligationenrechts, BBl 1928, 359 ff.

E-OR 1983, Entwurf vom 23. Februar 1983 zum Obligationenrecht (Die Aktiengesellschaft), BBl 1983 II, 950 ff.

E-OR 2007, Entwurf vom 21. Dezember 2007 zum Obligationenrecht (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht), BBl 2008, 1751 ff.

E-OR 2016, Entwurf vom 23. November 2016 zum Obligationenrecht (Aktienrecht), BBl 2017, 683 ff.

E-OR N 2020, Entwurf vom 23. November 2016 zum Obligationenrecht (Aktienrecht), Beschluss des Nationalrats vom 3. Juni 2020.

E-OR NS 2020, Entwurf vom 23. November 2016 zum Obligationenrecht (Aktienrecht), Beschlüsse des Nationalrats und Ständerats vom 19. Juni 2020.

ELECTRICITÉ DE FRANCE S.A., Statuts, 20. 12. 2019, Paris (FR) 2019.

ERLÄUTERNDER BERICHT AKTIENRECHT 2014, Erläuternder Bericht zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014.

ERLÄUTERUNGSBERICHT FINFRAV, Erläuterungsbericht zur Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 20. August 2015.

EUROPÄISCHE KOMMISSION, Berichtigung der Empfehlung 2004/384/EG der Kommission vom 27. April 2004 zu bestimmten Angaben, die nach Anhang I Schema C der Richtlinie 85/611/EWG im vereinfachten Prospekt enthalten sein müssen, ABl. L 199 vom 07.06.2004, 30 ff., Luxemburg (LU) 07.06.2004 (zit. EUROPÄISCHE KOMMISSION, ABl. L 199 vom 07.06.2004).

EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, KOM(2010) 284 endgültig, Brüssel (BE) 02.06.2010 (zit. EUROPÄISCHE KOMMISSION, KOM(2010) 284 endgültig).

EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, KOM(2011) 164 endgültig, Brüssel (BE) 05.04.2011 (zit. EUROPÄISCHE KOMMISSION, KOM(2011) 164 endgültig).

EUROPÄISCHE KOMMISSION, Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, COM(2012) 740 final, Strassburg (FR) 12.12.2012 (zit. EUROPÄISCHE KOMMISSION, COM(2012) 740 final).

EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch Langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft, COM(2013) 150 final, Brüssel (BE) 25.03.2013 (zit. EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch Langfristige Finanzierung).

- EUROPÄISCHE KOMMISSION, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung, COM(2014) 213 final, Brüssel (BE) 09.04.2014 (zit. EUROPÄISCHE KOMMISSION, COM(2014) 213 final).
- EUROPÄISCHE KOMMISSION, Shareholders' rights directive Q&A, MEMO/17/592, Brüssel (BE) 14.03.2017 (zit. EUROPÄISCHE KOMMISSION, MEMO/17/592).
- EUROPÄISCHE KOMMISSION, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM (2018) 97 final, Brüssel (BE) 08.03.2018 (zit. EUROPÄISCHE KOMMISSION, COM (2018) 97 final).
- EUROPÄISCHES PARLAMENT, Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung (COM(2014)0213 – C7–0147/2014 – 2014/0121(COD)), A8–0158/2015, Brüssel (BE) 12.05.2015 (zit. EUROPÄISCHES PARLAMENT, A8–0158/2015).
- EUROPÄISCHES PARLAMENT, Standpunkt im Hinblick auf den Erlass der Richtlinie (EU) 2017/... des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, EP-PE_TC1-COD(2014)0121, Brüssel (BE) 14.03.2017 (zit. EUROPÄISCHES PARLAMENT, EP-PE_TC1-COD(2014)0121).
- EUROPÄISCHES PARLAMENT/EUROPÄISCHER RAT, Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG Text von Bedeutung für den EWR, ABl. L 294 vom 06.11.2013, 13 ff., Luxemburg (LU) 06.11.2013 (zit. EUROPÄISCHES PARLAMENT/EUROPÄISCHER RAT, ABl. L 294 vom 06.11.2013).
- EUROPÄISCHES PARLAMENT/EUROPÄISCHER RAT, Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132 vom 20.05.2017, 1 ff., Luxemburg (LU) 20.05.2017 (zit. EUROPÄISCHES PARLAMENT/EUROPÄISCHER RAT, ABl. L 132 vom 20.05.2017).

- FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES N.V., Special Voting Shares – Terms and Conditions, <<https://perma.cc/DME7-8XNL>> (abgerufen am 11.01.2023).
- GEBERIT AG, Statuten, 16.04.2016, <<https://perma.cc/KUP7-WQ23>> (abgerufen am 11.01.2023), Rapperswil-Jona 2016.
- GROUPE DE RÉFLEXION «GESELLSCHAFTSRECHT», Schlussbericht, 24.09.2023, <<https://perma.cc/65BW-YX8G>> (abgerufen am 11.01.2023), Bern 1993.
- Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, Kamerstuk Tweede Kamer der Staten-Generaal 2010n/11, 1 ff.
- Kamerstukken II 2013/14, 32013, Nr. 39, Kamerstuk Tweede Kamer der Staten-Generaal 2013o/14, 1 ff.
- Kamerstukken II 2014/15, 31789, Nr. 64, Kamerstuk Tweede Kamer der Staten-Generaal 2014p/15, 1 ff.
- Kamerstukken II 2015/16, 33532, Nr. 51, Kamerstuk Tweede Kamer der Staten-Generaal 2015q/16, 1 ff.
- KE-OR 1863, Entwurf. Konkordat über Handels- und Verkehrsrecht. Bern 1963, in: Fasel Urs (Hrsg.), Handels- und obligationenrechtliche Materialien, Bern/Stuttgart (DE)/Wien (AT) 2000, 95 ff.
- L'ORÉAL S.A., Brochure de convocation, Assemblée Générale Mixte, Mardi 30 juin 2020, <<https://perma.cc/AG8F-XE55>> (abgerufen am 11.01.2023), Paris (FR) 2020 (zit. L'ORÉAL S.A., Brochure de convocation 2020).
- L'ORÉAL S.A., Statuts, 21.04.2020, <<https://perma.cc/ay94-N3D4>> (abgerufen am 11.01.2023), Paris (FR) 2020 (zit. L'ORÉAL S.A., Statuts).
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y EMPRESA, Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, <<https://perma.cc/XMU4-RF52>> (abgerufen am 11.01.2023).
- MOTIVE E-OR 1864, Motive zu dem Entwurfe eines schweizerischen Handelsrechtes, im Auftrag des Tit. schweiz. Justiz- und Polizeidepartements verfasst von dem Redaktor des Entwurfes, Dr. Walther Munzinger, Professor in Bern, Bern 1865, in: Fasel Urs (Hrsg.), Handels- und obligationenrechtliche Materialien, Bern/Stuttgart (DE)/Wien (AT) 2000, 249 ff.
- NESTLÉ AG, Statuten, 07.04.2022, <<https://perma.cc/J9HP-LQTP>> (abgerufen am 11.01.2023), Cham/Vevey 2022.
- NOVARTIS AG, Statuten, 04.03.2022, <<https://perma.cc/XD4G-T5YT>> (abgerufen am 11.01.2023), Basel 2022.
- OR 1881, Bundesgesetz über das Obligationenrecht vom 14. Juni 1881, BBl 1881, 109 ff.

- OR 1936, Bundesgesetz vom 18. Dezember 1936 über die Revision der Titel XXIV bis XXXIII des Obligationenrechts, BBl 1936, 605 ff.
- OR 1991, Obligationenrecht (Die Aktiengesellschaft) Änderung vom 4. Oktober 1991, BBl 1991 III, 1476 ff.
- RECHTSAUSSCHUSS DES DEUTSCHEN BUNDESTAGES, Beschlussempfehlung und Bericht zu dem Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, BT-Drucks. 17/6506, Berlin (DE) 06.07.2011.
- RK-N, Protokoll der Sitzungen vom 22. und 23. Juni 2017, Bern 2017 (zit. RK-N, Protokoll 22./23.06.2017).
- RK-N, Protokoll der Sitzungen vom 2. und 3. Mai 2018, Bern 2018 (zit. RK-N, Protokoll 02./03.05.2018).
- RK-N, Protokoll der Sitzungen vom 29. und 30. Januar 2018, Bern 2018 (zit. RK-N, Protokoll 29./30.01.2018).
- RK-N, Protokoll der Sitzungen vom 4. und 5. Juli 2019, Bern 2019 (zit. RK-N, Protokoll 04./05.07.2019).
- RK-N, Protokoll der Sitzung vom 15. Mai 2020, Bern 2020 (zit. RK-N, Protokoll 15.05.2020).
- RK-N/RK-S, Protokoll der Sitzung vom 11. Juni 2020, Bern 2020.
- RK-S, Protokoll der Sitzungen vom 15. und 16. Oktober 2018, Bern 2018 (zit. RK-S, Protokoll 15./16.10.2018).
- RK-S, Protokoll der Sitzungen vom 28. und 29. Juni 2018, Bern 2018 (zit. RK-S, Protokoll 28./29.06.2018).
- RK-S, Protokoll der Sitzungen vom 15. und 16. April 2019, Bern 2019 (zit. RK-S, Protokoll 15./16.04.2019).
- RK-S, Protokoll der Sitzung vom 4. Juni 2020, Bern 2020 (zit. RK-S, Protokoll 04.06.2020).
- RK-S, Protokoll der Sitzungen vom 16. und 17. Januar 2020, Bern 2020 (zit. RK-S, Protokoll 16./17.01.2020).
- ROCHE HOLDING AG, Statuten, 26.11.2021, <<https://perma.cc/V9G5-UAFR>> (abgerufen am 11.01.2023), Basel 2021.
- SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG, Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, Jahresgutachten 2006/2006, Wiesbaden (DE) 2005.
- SIX OFFENLEGUNGSSTELLE, Mitteilung III/99, Berechnung der zu meldenden Positionen vom 26. Februar 1999, geänderte Fassung vom 20. September 2018, Zürich 2018.

- SODEXO S.A., Avis de Convocation, Assemblée Générale Mixte, 21 janvier 2020, <<https://perma.cc/H9Z5-C549>> (abgerufen am 11.01.2023), Issy-les-Moulineaux (FR) 2020 (zit. SODEXO S.A., Avis de Convocation 2020).
- SODEXO S.A., Statuts, 21.01.2020, <<https://perma.cc/GR3L-4Y6G>> (abgerufen am 11.01.2023), Issy-les-Moulineaux (FR) 2020 (zit. SODEXO S.A., Statuts).
- STELLUNGNAHME CVP, Stellungnahme der CVP im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens zum Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014, 12.03.2015, <<https://perma.cc/9LQP-LNHW>> (abgerufen am 11.01.2023).
- STELLUNGNAHME FORSTMOSER/STAUB-BISANG/WEHRLI, Stellungnahme von Peter Forstmoser, Mirjam Staub-Bisang und Rudolf Wehrli im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens zum Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014, 11.03.2015, <<https://perma.cc/AM7P-SLQB>> (abgerufen am 11.01.2023).
- STELLUNGNAHME KUSTER, Stellungnahme von Claudio Kuster im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens zum Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014, 14.03.2015, <<https://perma.cc/9C8R-3NG3>> (abgerufen am 11.01.2023).
- STELLUNGNAHME SAV, Stellungnahme des SAV im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens zum Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014, 13.03.2015, <<https://perma.cc/4E5K-2RD8>> (abgerufen am 11.01.2023).
- STELLUNGNAHME SWISSHOLDINGS, Stellungnahme von SwissHoldings im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens zum Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014, 12.03.2015, <<https://perma.cc/U34T-9PPW>> (abgerufen am 11.01.2023).
- STELLUNGNAHME WALDER WYSS, Stellungnahme der Walder Wyss AG im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens zum Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014, 13.03.2015, <<https://perma.cc/FK3N-6V4E>> (abgerufen am 11.01.2023).
- StenBull NR 1934, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Nationalrat) 1934, 262 ff.
- StenBull SR 1931, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Ständerat) 1931, 389 ff.
- StenBull SR 1935, Amtliches (stenographisches) Bulletin der Bundesversammlung (Ständerat) 1935, 78 ff.
- UBS AG, Statuten, 26.04.2018, <<https://perma.cc/K65L-F429>> (abgerufen am 11.01.2023), Zürich/Basel 2018.
- UeB 2020, Übergangsbestimmungen zur Änderung vom 19. Juni 2020, AS 2020 4005

UNITED NATIONS, Agenda 21 – Konferenz der Vereinten Nationen für Umwelt und Entwicklung, Konferenz der Vereinten Nationen für Umwelt und Entwicklung, Rio de Janeiro 1992, <<https://perma.cc/U4DP-ABLQ>> (abgerufen am 11.01.2023).

VE-OR 2014, Vorentwurf vom 28. November 2014 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), <<https://perma.cc/24H8-GTJT>> (abgerufen am 11.01.2023).

WAK-N, Protokoll der Sitzungen vom 8. und 9. Januar 2018, Bern 2018.

Einleitung

I. Ausgangslage

In dieser Arbeit geht es um Nachhaltigkeit und Loyalität in einem Unternehmen 1
und im Besonderen um das Fördern und Begünstigen von Loyalität.

Seit Ende des 20. Jahrhunderts hat der Begriff der *Nachhaltigkeit* weltweit stark an 2
Bedeutung gewonnen. An einer Konferenz der Vereinten Nationen in den 90er-
Jahren wurde die nachhaltige Entwicklung als internationales Leitprinzip der Staa-
tengemeinschaft, der Wirtschaft, der Gesellschaft und der Politik anerkannt.¹ Mit
der Totalrevision der Bundesverfassung im Jahre 1999 wurde die nachhaltige Ent-
wicklung des Landes in der Schweiz zum Staatsziel erklärt.²

Mittlerweile scheint Nachhaltigkeit *in vielen Lebensbereichen* Hochkonjunktur zu 3
haben. Es erstaunt denn auch nicht, dass der Ruf nach mehr Nachhaltigkeit und da-
mit verknüpft einer langfristigen Planung längst auch die Wirtschaft und die Fi-
nanzwelt erreicht hat. Durch die Annahme der Eidgenössischen Volksinitiative
«gegen die Abzockerei» im Jahre 2013 wurde der Begriff der nachhaltigen Unter-
nehmensführung in der Verfassung festgeschrieben.³ Seit 2014 definiert der *Swiss*
Code of Best Practice Corporate Governance als «Gesamtheit der auf das *nachhal-*
tige Unternehmensinteresse ausgerichteten Grundsätze»⁴. Es scheint sich die
Überzeugung durchgesetzt zu haben, dass eine langfristige Orientierung von Un-
ternehmen allen Beteiligten diene.

Die *zunehmende Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt* steht jedoch in Widerspruch zur 4
langfristigen Orientierung und nachhaltigen Führung von Unternehmen. Sowohl
weltweit als auch in der Schweiz ist eine Tendenz zu immer kürzeren Haltefristen
der Beteiligungen erkennbar. Es wirkt, als nehme die Loyalität der Aktionäre ab.
Ein Teil der Aktionäre scheint sich immer stärker an den Quartalsergebnissen der
Gesellschaften zu orientieren und sich von den kurzfristigen Schwankungen an
den Aktienmärkten leiten zu lassen. Diese Tendenz kann in Konflikt zu einer lang-
fristigen und nachhaltigen Planung der Gesellschaften stehen.

¹ UNITED NATIONS, 1.

² Art. 2 Abs. 2 BV; AS 1999 2556 ff. Die Bestimmung geht zurück auf eine Motion von
Christoph Eymann, Nationalrat LDP Basel-Stadt und LPS, aus dem Jahre 1997. Siehe
hierzu Motion 97.3475 (Eymann), AmtlBull NR 1997, 2831.

³ AS 2013 1303 ff.

⁴ ECONOMIESUISSE, *Swiss Code* 2014, 6 [Hervorhebung hinzugefügt]; vgl. demgegen-
über die Definition in ECONOMIESUISSE, *Swiss Code* 2007, 8.

- 5 Zur Entschärfung dieses Konflikts wurden in ausländischen Rechtsordnungen vereinzelt Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen geschaffen. Langfristig beteiligten Aktionären werden unter dem Begriff *Loyalitätsaktien* bestimmte Privilegien im Zusammenhang mit ihren Mitgliedschaftsrechten eingeräumt, wie namentlich zusätzliche Stimmrechte und eine höhere Dividende. Auch in der Schweiz wurden im Rahmen der jüngsten Aktienrechtsrevision entsprechende Modelle diskutiert. Es wird in Erwägung gezogen, Gesellschaften zu ermächtigen, langfristig beteiligten Aktionären auf statutarischer Grundlage bestimmte Vorzugsrechte einzuräumen. 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. Loyalitätsaktien haben zum Ziel, innerhalb einer Gesellschaft eine in Bezug auf die Dauer der Aktionärsbeteiligung ausgewogene Aktionärsbasis zu schaffen.
- 6 Die Bedeutung einer langfristig orientierten Aktionärsbasis wird heute teilweise noch unterschätzt und sowohl in der Wissenschaft als auch in der Unternehmenspraxis entsprechend vernachlässigt. Es bietet sich deshalb an, sich den verschiedenen Arten von Loyalitätsaktien rechtswissenschaftlich anzunähern und sich mit denjenigen Normkonzepten, die in der Schweiz im Vordergrund stehen, eingehend auseinanderzusetzen.

II. Ziel und Aufbau

- 7 Das *Ziel dieser Arbeit* ist die Beantwortung der Frage, ob und inwieweit die langfristige Beteiligung von Aktionären einer Gesellschaft mit Loyalitätsaktien gefördert und begünstigt werden darf. Als Mittel zur Erreichung dieses Ziels stellt die Arbeit wissenschaftlich fundierte Ansätze für die Umsetzung unterschiedlicher Arten von Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht bereit.
- 8 Im ersten Teil der Arbeit werden die *Grundlagen* zur Frage der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen mittels Loyalitätsaktien aufbereitet. Zunächst wird das in der Arbeit verwendete Leitbild der Aktionärsloyalität begrifflich hergeleitet und inhaltlich erörtert (§ 1). Sodann wird das der Arbeit zugrunde liegende Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen dargelegt (§ 2). Danach werden die verschiedenen, in der internationalen Praxis gängigen und in der Schweiz diskutierten Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Sinne einer Übersicht dar- und einander gegenübergestellt (§ 3).

Der erste Teil ist geprägt von einem *interdisziplinären Ansatz*. Bereits die Entwicklung des Leitbilds der Aktionärsloyalität verlangt das Herstellen von Zusammenhängen zwischen Rechtswissenschaft, Sprachwissenschaft, Philosophie und Wirtschaftswissenschaft. Aber auch die Formulierung des Regelungsziels, die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen, bedarf der Auseinandersetzung mit rechtsökonomischen Fragestellungen. Das Gesellschaftsinteresse dient als Gradmesser für die Beurteilung der Frage, ob das Regelungsziel aus aktienrechtlicher Sicht legitim ist. Das Interesse der Gesellschaft liegt in der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts und ist somit keine rein rechtswissenschaftliche Grösse. Eine Beurteilung der aktienrechtlichen Legitimität des Regelungsziels verlangt deshalb den Beizug rechtsökonomischer Überlegungen. 9

Im zweiten Teil geht es um verschiedene Fragen im Zusammenhang mit *Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht de lege lata*. Es wird untersucht, ob die Einführung von Loyalitätsaktien bereits nach geltendem Recht zulässig ist. Dabei kann auf die Erkenntnisse des ersten Teils der Arbeit zurückgegriffen werden, in dem unter anderem die Legitimation und die Schranken der Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sowie die damit zusammenhängenden rechtsökonomischen Fragen erörtert werden. 10

Der Schwerpunkt der Betrachtung liegt auf denjenigen Normkonzepten von Loyalitätsaktien, die Gegenstand der *rechtspolitischen Diskussion in der Schweiz* sind. Hierzu zählen die folgenden Instrumente: Loyalitätsdividenden vermitteln langfristig beteiligten Aktionären ein Recht auf eine höhere Dividendenausschüttung oder Rückzahlung von Kapitalreserven (§ 4). Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewähren dem langfristig beteiligten Aktionär Vorzugsrechte oder einen vorteilhaften Ausgabebetrag bei der Ausgabe neuer Aktien oder der Einräumung von Optionsrechten (§§ 5 und 6). Und Loyalitätsoptionen sind Aktionärsoptionen, die dem Inhaber ab einer bestimmten Haltedauer der zugrunde liegenden Aktien das Recht auf Bezug neuer Aktien zu einem bestimmten Preis vermitteln (§ 7). 11

Die Erkenntnisse des zweiten Teils ergeben sich insbesondere aus der *Rechtsvergleichung*. Handlungsrichtlinien für die Umsetzung des in der Schweiz noch neuen Konzepts der Loyalitätsaktien lassen sich unter anderem aus einem Vergleich mit ausgewählten ausländischen Rechtsordnungen herleiten. Der Schwerpunkt der Rechtsvergleichung liegt auf dem französischen und dem niederländischen Recht. Zum einen sind Loyalitätsdividenden dort in Gesetzgebung, Praxis und Wissenschaft kein Novum. Zum anderen haben diese Rechtsordnungen die gleiche Rechtstradition wie das schweizerische Recht. Das zeigt sich insbesondere in der Ausgestaltung der Eigentümerstruktur der Aktiengesellschaft. 12

- 13 Im dritten Teil geht es um die Frage der Ausgestaltung verschiedener Konzepte von Loyalitätsaktien nach der vom Nationalrat im Rahmen der Aktienrechtsrevision vorgeschlagenen Regelung. Das Ziel dieses Teils ist es, Vorschläge für eine punktuelle Präzisierung der *Regelung de lege ferenda* vorzuschlagen. Es wird in einem ersten Schritt auf die bisherigen Gesetzgebungsarbeiten eingegangen (§ 8). In einem zweiten Schritt werden Regelungsvorschläge für eine allfällige künftige Revision gemacht (§ 9).
- 14 Im vierten Teil wird die Untersuchung mit einer *Schlussbetrachtung* abgeschlossen. Einerseits werden die Erkenntnisse der Arbeit zusammengefasst (§ 10) und andererseits wird ein Fazit gezogen (§ 11). Im Hinblick auf die praktische Umsetzung der Konzepte werden die Erkenntnisse in Muster-Statutenbestimmungen verarbeitet (Anhänge 1–4).
- 15 Die rechtliche Erschliessung der Thematik der Loyalitätsaktien soll einen *Impuls für die Unternehmenspraxis* setzen. Mit der Untersuchung dieses neuen Instituts soll der Diskurs zur Einführung von Normkonzepten zu Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im schweizerischen Recht angeregt werden. Denjenigen Gesellschaften, die sich für die Einführung von Loyalitätsaktien entscheiden, bietet die Arbeit eine Grundlage zur Umsetzung. Die dargelegten Konzepte sind geeignet, den tendenziell kurzfristigen Anlagehorizont der Aktionäre dem langfristigen Planungshorizont der Aktiengesellschaften anzugleichen und somit zu einer in Bezug auf die Dauer der Beteiligung ausgewogenen Aktionärsbasis beizutragen. Die Arbeit leistet somit einen Beitrag zum eingangs erwähnten Trend zur nachhaltigen Geschäftsführung, weil ein stabiles Aktionariat geeignet ist, eine langfristige Perspektive der Unternehmensleitung zu fördern.
- 16 Der Verfasser hat sich in der vorliegenden Arbeit erlaubt, nur das generische Maskulinum zu verwenden. Damit soll die mit der geschlechterneutralen Ausdrucksweise verbundene Schwerfälligkeit des Textes vermieden werden. Eine diskriminierende Absicht ist damit nicht verbunden.

1. Teil:

**Aktionärsloyalität und
langfristige
Aktionärsbeteiligungen**

Im ersten Teil geht es um die Grundlagen zur Frage, ob die langfristige Beteiligung von Aktionären mit Loyalitätsaktien gefördert und begünstigt werden darf. Der Begriff Loyalitätsaktien ist in der schweizerischen Rechtswissenschaft erst seit Kurzem gebräuchlich.⁵ Er scheint davon auszugehen, dass die *Loyalität des Aktionärs* zusammenhängt mit der *Dauer der Aktionärsbeteiligung*. Ziel des ersten Teils dieser Arbeit ist es zu untersuchen, ob und inwiefern diese Annahme zutrifft. Das ist einerseits wichtig für die Begründung der Angemessenheit des Begriffs der Loyalitätsaktien im Zusammenhang mit der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Andererseits ist es wichtig für die Begründung der aktienrechtlichen Zulässigkeit von Loyalitätsaktien.⁶ 17

Der Zusammenhang zwischen der Aktionärsloyalität und der Dauer der Aktionärsbeteiligung muss mit einer *interdisziplinären Methode* erörtert werden. Mit einer rein rechtswissenschaftlichen Methode können die notwendigen Grundlagen nicht gelegt werden. Es geht um den Zusammenhang zwischen einem Begriff (Aktionärsloyalität), dessen rechtliche Dimension erörtert werden muss, und einem tatsächlichen Verhalten (langfristige Aktionärsbeteiligung). In Bezug auf das tatsächliche Verhalten interessieren dessen psychologischer Hintergrund und dessen wirtschaftliche Auswirkungen. Deshalb bedarf es zusätzlich verhaltenswissenschaftlicher und rechtsökonomischer Hinweise. Der erste Teil dieser Arbeit bringt diese Zusammenhänge zum Ausdruck. 18

Eingeleitet wird der erste Teil mit einer Annäherung an das *Leitbild der Aktionärsloyalität*, das dem Konzept der Loyalitätsaktien zugrunde liegt (§ 1). Dabei geht es insbesondere um die Frage, wie der Begriff der Loyalität im aktienrechtlichen Kontext zu verstehen ist. Anschliessend wird das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen dargestellt und mit dem Leitbild der Aktionärsloyalität in Zusammenhang gesetzt (§ 2). Es wird aufgezeigt, ob und inwiefern langfristige Aktionärsbeteiligungen dem Leitbild der Aktionärsloyalität entsprechen. Abgeschlossen wird der erste Teil mit einer Übersicht über verschiedene Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen (§ 3). 19

⁵ Soweit ersichtlich zum ersten Mal verwendet wurde er im Jahre 2015 von DAENIKER (siehe hierzu DAENIKER, Loyalitätsaktien, 139 ff.). Zum Begriff siehe im Einzelnen hinten Rz. 622.

⁶ Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit siehe im Einzelnen hinten Rz. 861 ff., 1094 ff., 1265 ff., 1423 ff.

§ 1 Begriff und Inhalt der Aktionärsloyalität

Bereits der Titel der Arbeit zeigt, dass es in der vorliegenden Untersuchung um *Loyalität im aktienrechtlichen Kontext* geht. Der Begriff Loyalität mag zwar weithin gebräuchlich sein, wird aber je nach wissenschaftlichem Kontext unterschiedlich verstanden. Auch in der Rechtswissenschaft scheint es bislang keine systematische Ergründung des Begriffs zu geben. Die folgenden Ausführungen schaffen Abhilfe. 20

Bevor das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und Loyalitätsaktien als Normkonzept zum Erreichen dieses Ziels untersucht werden können, muss deshalb erörtert werden, was unter dem Begriff *Aktionärsloyalität* zu verstehen ist. Dabei geht es nicht um eine terminologische Auseinandersetzung, sondern um die Entwicklung eines der Arbeit zugrunde liegenden Leitbilds. Erst dann kann untersucht werden, ob das besagte Regelungsziel dem Leitbild der Aktionärsloyalität entspricht. Und erst dann kann festgestellt werden, ob das Aktienrecht das richtige Mittel zur Erreichung dieses Ziels ist. 21

Deshalb wird im Folgenden dargelegt, wie der *Begriff Loyalität* im Allgemeinen zu verstehen ist (I.). Das allgemeine Begriffsverständnis ist sodann in den aktienrechtlichen Kontext zu setzen, d.h. auf das mitgliedschaftliche Rechtsverhältnis zwischen dem Aktionär und der Gesellschaft anzuwenden (II.). Eine Zusammenfassung am Ende des Kapitels dient als Ausgangspunkt und Übergang zur Erörterung des Ziels der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen (III.). Sie ist die Grundlage für die Beurteilung, ob langfristige Aktionärsbeteiligungen mit dem Leitbild der Aktionärsloyalität in Einklang stehen. 22

I. Loyalität

Zur Herleitung der Bedeutung von Loyalität wird in einem ersten Schritt auf die Etymologie des Worts eingegangen (A.). Aus einer Gegenüberstellung des Begriffsverständnisses in verschiedenen Wissenschaftsdiziplinen (B.) wird die Bedeutung des Begriffs Loyalität hergeleitet, welcher der vorliegenden Untersuchung zugrunde liegt (C.). 23

A. Wortherkunft

- 24 Der Überblick über die Wortherkunft von Loyalität zeigt erstens, dass sich der Begriff mit dem Begriff der Treue gleichsetzen lässt, und zweitens, dass es zwei unterschiedliche Bedeutungsreihen von Treue gibt. Die *Etymologie* eines Worts ist die Grundlage dafür, wie ein Begriff in anderen Wissenschaftsdisziplinen und somit im Rahmen der vorliegenden Untersuchung zu verstehen ist.

1. Identität von Loyalität und Treue

- 25 Das Wort «loyal» wie auch der Begriff «Loyalität» wurden im 18. Jahrhundert aus dem Französischen entlehnt («loyal» und «loyauté»). Der Ursprung beider Begriffe liegt in den lateinischen Wörtern «legalis» und «lex» (gesetzlich, gesetzmässig und Gesetz).⁷ Als loyal wurde ursprünglich bezeichnet, wer eine bejahende, *positive Einstellung zum Staat*, zur Regierung und zu den Gesetzen hat, die über das passive Hinnehmen politischer Zustände hinausgeht.⁸ Heute wird darüber hinaus als loyal bezeichnet, wer die Interessen anderer achtet, vertragstreu ist und sich ehrlich und redlich verhält.⁹
- 26 Loyalität ist ein bildungssprachliches *Synonym für Treue*.¹⁰ Das Wort «Treue» kommt vom mittelhochdeutschen Wort «triuwe» und kann mit ähnlichen Begriffen aus anderen germanischen Sprachen verglichen werden. Die Wortgruppe gehört zum indogermanischen Begriff «deru» (Eiche, Baum), zu dem auch die Wörter «Trost» (eigentlich «innere Festigkeit») und «trauen» (eigentlich «fest werden») gehören.¹¹ In metaphorischem Sinne knüpft sich an die Wörter Baum und Eiche leicht der Begriff der Stärke. Naheliegend ist auch der Begriff der *Festigkeit*, der im sittlichen Sinne gleichgesetzt werden kann mit den Adjektiven «treu» und «zuverlässig».¹² Das Adjektiv «treu» bedeutet demnach «stark, fest wie ein Baum». ¹³ Im allgemeinen Sprachgebrauch wird unter Treue eine anhängliche Haltung,

⁷ Zum Gesagten siehe BRYANT, 183; DUDEN, Fremdwörterbuch, 827; DUDEN, Herkunftswörterbuch, 530.

⁸ HATJE, 15, Fn. 25 m.H. darauf, dass der Begriff in verschiedenen Staaten aus historischen Gründen unterschiedlich interpretiert werde.

⁹ DUDEN, Fremdwörterbuch, 827.

¹⁰ DUDEN, Synonymwörterbuch, 897.

¹¹ Zum Gesagten siehe DUDEN, Herkunftswörterbuch, 867.

¹² Vgl. AHRENS, 19, der den Begriff «baumstark» anführt; OSTHOFF, 98 ff., 128.

¹³ DUDEN, Herkunftswörterbuch, 867.

Ergebenheit und Hingabe bezeichnet. Das Adjektiv «treu» wird auch gleichgesetzt mit den Begriffen «anhaltend», «zuverlässig» und «beständig».¹⁴

2. Bedeutungsreihen von Treue

Ausgehend von den Begriffen der Haltbarkeit und Festigkeit werden dem Begriff der Treue *zwei Bedeutungsreihen* zugeschrieben.¹⁵

Die eine Bedeutungsreihe beschreibt Treue als etwas Gegenständliches oder Rechtliches: eine gegenseitige *feste Abmachung* oder einen Vertrag aufgrund eines Treueversprechens, vielleicht geradezu ein Bündnis oder Friede.¹⁶ Mit der Bedeutung «Vertrag, Waffenstillstand, Friede» hat das ostgermanische Wort «treuga» über die mittellateinische Sprache Eingang in die romanischen Sprachen gefunden.¹⁷ So bezeichnen das italienische Wort «tregua», das portugiesische «tregoa» und das französische «trève» allesamt Waffenstillstand.¹⁸ Im Mittelhochdeutschen wurde Treue mit der Bedeutung von «Wort» und «Versprechen» verwendet. Diese Bedeutungsreihe beschreibt mit der Abmachung und dem Vertrag aufgrund eines Treueversprechens etwas Gegenständliches.

Die andere Bedeutungsreihe beschreibt etwas Ethisches. Treue in diesem Sinne bezeichnet die *Tugend des Festhaltens am gegebenen Wort*. Sie umschreibt, dass jemand, der einen Vertrag schliesst oder ein Versprechen abgibt, an seinem Wort festhält.¹⁹ Der Begriff der natürlichen Festigkeit und Haltbarkeit, die Eigenschaft, dass etwas nicht reisst, nicht entzweigt und fest hält, wird auf eine ethisch gesteigerte Festigkeit übertragen. Es wird damit eine Festigkeit in Gedanken, Worten und Taten im Sinne einer festen Hingabe beschrieben.²⁰ Der Begriff hat im Laufe

¹⁴ Zum Gesagten siehe DUDEN, Synonymwörterbuch, 897; DUDEN, Stilwörterbuch, 875.

¹⁵ FECHNER, 7.

¹⁶ GRIMM/GRIMM, Sp. 244, 286; HEYNE, Sp. 1032 f. Letzterer leitet Treue auch ab von goth. *triggva* Bund, altnord. *tryggð* Vertrag, Sicherheit, in den langobardischen Gesetzen *treuga* neben *trewa* Friedensvertrag.

¹⁷ GRIMM/GRIMM, Sp. 287. Vgl. die mittellateinische «*treuga dei*» (Gottesfriede). Die altfranzösische Form «*trieue*», «*triuë*» aus dem 12. Jahrhundert und das neufranzösische «*trève*» für Waffenstillstand scheinen auf die westgermanische Form zurückzugehen. Als Beispiel für die Bedeutung «Waffenstillstand» siehe VON WÜRZBURG, 7, Vers 574 f.: «[. . .] und daz man an den triuwen den keiser Otten wolte slahen [. . .].»

¹⁸ GRIMM/GRIMM, Sp. 287.

¹⁹ Zum Gesagten siehe FECHNER, 8.

²⁰ SCHADE, 956.

der Zeit den Charakter eines allgemeinen Tugendbegriffs erhalten, der den gesamten sozialen Raum beherrschte.²¹

- 30 Die beiden Bedeutungsreihen verbinden sich im *treuen Verhalten einer Person*. Die sittliche Bedeutung von Treue im Sinne einer menschlichen Tugend, an seinem Wort festzuhalten, vereint sich mit der gegenständlichen und rechtlichen Bedeutung von Treue im Sinne eines Vertrags, wenn eine Person aufgrund einer Abmachung an ihrem Wort festhält.²² Eine solche Einheit bildeten Vertrag und Treueverhältnis bereits im Ursprung. Die Grundlage für jeden Vertrag ist die Treue der daran beteiligten Personen im Sinne einer sittlichen Eigenschaft. Diese verwirklicht sich wiederum in sozialen Beziehungen, denen oft ein Vertrag oder ein sonstiges rechtliches Verhältnis zugrunde liegt.²³ Die gegenständliche und die sittliche Bedeutung des Begriffs Treue bilden somit eine Einheit.
- 31 Der Sprachgebrauch lässt eine innere Einheit von *Sittlichkeit und Recht* erahnen, indem er beide Elemente im Begriff Treu und Glauben miteinander verbindet. Das Wort Glaube stammt ab vom altpreussischen «druwiš», das wiederum mit dem althochdeutschen «triu» für treu verwandt ist.²⁴ In der weit verbreiteten Verbindung der beiden Wörter kommt ein Wechselverhältnis zum Ausdruck. Der Treue desjenigen, dem etwas anvertraut wird, steht der Glaube des anderen in diese Treue gegenüber.²⁵ Auch in neuerer Zeit wurde der Ausdruck in dieser ursprünglichen Bedeutung verwendet.²⁶ Sittlichkeit und Recht vereinen sich im Begriff der Treue zu einer inneren Einheit. Das bedeutet aber nicht, dass die sittliche und die rechtliche Treue gleichzusetzen sind.²⁷ Vielmehr deutet es an, dass der Begriff der Treue eine rechtliche und eine sittliche Komponente hat.

²¹ FECHNER, 8; GRIMM/GRIMM, Sp. 247 f., 252 ff., 290. Im politisch-staatlichen Bereich bedeutete es Lehenstreue und Mannentreue zwischen Gefolgschaft und Gefolgsherrn, im Weiteren das Treueverhältnis zwischen Fürst und Untertanen, die Treue des Soldaten, die Vaterlandstreue und ganz allgemein Staats- und Bürgertreue. Auf rechtlicher Grundlage bedeutete es Pflichttreue, Berufstreue und Diensttreue. Und in allgemeiner menschlicher Sphäre bedeutete es Treue der Eltern gegenüber den Kindern und umgekehrt, Treue der Geschwister untereinander sowie Treue in der Liebe und in der Freundschaft.

²² FECHNER, 9.

²³ Zum Gesagten siehe FECHNER, 9.

²⁴ SCHADE, 956. Vgl. das altpreussische «druwiš», glauben, und «druwingi», die Gläubigen.

²⁵ Zum Gesagten siehe GRIMM/GRIMM, Sp. 309.

²⁶ Siehe die Beispiele in GRIMM/GRIMM, Sp. 310.

²⁷ Zum Gesagten vgl. FECHNER, 9 ff.

3. Fazit

Loyalität ist ein bildungssprachliches *Synonym für Treue*. Die beiden Bedeutungsreihen von Treue können auf den Begriff der Loyalität übertragen werden.²⁸ In Letzterem kommt die innere Einheit von Sittlichkeit und Recht gleichermassen zur Geltung wie im Begriff Treue. 32

Ein Blick auf die Wortherkunft zeigt somit, dass Loyalität im Rahmen einer gegenständlichen festen Abmachung und eines Vertrags besteht. Die sittliche Tugend der Loyalität, nämlich Wort zu halten, kommt zum Ausdruck, indem sich eine Person an eine Abmachung hält. Loyalität kann somit verstanden werden als Vertragstreue, eine Festigkeit in Gedanken, Worten und Taten im Sinne einer festen Hingabe. 33

B. Begriffsverständnisse

Weil das Wort Loyalität in der Rechtswissenschaft – zumindest auf den ersten Blick – kein gesetzter Begriff ist, trägt die Gegenüberstellung der Begriffsverständnisse in anderen Wissenschaftsdisziplinen zur präziseren Umschreibung von Loyalität aus rechtswissenschaftlicher Sicht bei. 34

1. Philosophisches Begriffsverständnis

Nach dem philosophischen Begriffsverständnis ist Loyalität zu verstehen als eine Charaktereigenschaft. Sie wird umschrieben als *aufrichtige und anhaltende Hingabe* zu einem bestimmten Objekt der Loyalität – einer bestimmten Person oder Personengruppe.²⁹ Das philosophische Begriffsverständnis von Loyalität umschreibt eine Geisteshaltung, die über die reine Einhaltung von gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten hinausgeht.³⁰ 35

Es gilt der Grundsatz der *Relativität der Loyalität*. Loyalität besteht immer im Rahmen von bestimmten sozialen Beziehungen, die in bestimmten historischen Gegebenheiten wurzeln und einem Wettbewerb ausgesetzt sind. Sie ist somit nach allgemeinem Verständnis zwischenmenschlicher Natur.³¹ Angelehnt daran wird 36

²⁸ Zur Eigenschaft als Synonym siehe vorne Rz. 26. Zur Abgrenzung zwischen Loyalität und Treue aus philosophischer Sicht siehe hinten Rz. 37.

²⁹ LADD, 595; ROYCE, 16 f.

³⁰ HATJE, 15.

³¹ Zum Gesagten siehe FLETCHER, 7, 21; LADD, 595; vgl. demgegenüber die idealistische Haltung von ROYCE, 20, gemäss dem sich Loyalität auf etwas Unpersönliches oder Überpersönliches beziehe.

Loyalität auch definiert als die praktische Bereitschaft, eine intrinsisch motivierte Beziehung aufrechtzuerhalten, auch wenn es möglicherweise mit teuren Verpflichtungen verbunden ist, und dabei die Interessen oder das Wohlergehen des Objekts der Loyalität zu wahren oder zumindest nicht zu gefährden.³² Loyalität verlangt darüber hinaus, dass sich die an einem Loyalitätsverhältnis beteiligten Personen in moralischer Hinsicht gebührend verhalten. Die Rollenverteilung im Loyalitätsverhältnis bestimmt, welches Verhalten konkret gebührend ist.³³

- 37 In philosophischer Hinsicht ist Loyalität eine *gesteigerte Form von Treue*.³⁴ Erstere umfasst die Unterordnung der eigenen Interessen unter diejenigen des Objekts der Loyalität. Letztere erschöpft sich in der reinen Interessenwahrung. Treue bedeutet, dass die Interessen des Objekts der Treue beim Handeln gewahrt werden. Demgegenüber bedingt loyales Verhalten die Unterordnung der eigenen und all-fälliger anderer legitimer Interessen unter diejenigen des Objekts der Loyalität.³⁵

2. Rechtswissenschaftliches Begriffsverständnis

a) *Loyalität als Rechtsbegriff*

- 38 Ausgangspunkt für das rechtswissenschaftliche Begriffsverständnis von Loyalität ist das Gesetz. Der Begriff der Loyalität ist in der Schweiz gesetzlich mässig stark verankert. In der Gesetzessammlung des Bundes wird er mehrmals verwendet in den Gesetzen und Verordnungen zur beruflichen Vorsorge. Ausserdem findet man ihn in drei internationalen Abkommen.³⁶

³² KLEINIG, Ziff. 2.

³³ Zum Gesagten siehe LADD, 596, der den moralischen Wert von Loyalität aus der Sprachwissenschaft herleitet.

³⁴ In der Sprachwissenschaft wird Loyalität hingegen als Synonym für Treue verwendet (siehe vorne Rz. 26).

³⁵ Zum Ganzen siehe BRYANT, 184; HATJE, 16; LADD, 596; vgl. GERT, 4 f., für den Loyalität ein persönliches Opfer («personal sacrifice») zur Verhinderung eines Schadens des Objekts der Loyalität voraussetzt.

³⁶ Art. 2 Ziff. 7 Abkommen zwischen dem Schweizerischen Bundesrat und der Regierung der Tschechischen Republik über den Austausch und den gegenseitigen Schutz von klassifizierten Informationen vom 26.01.2011 (SR 0.514.174.31); Art. 7 Ziff. 2 Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und der Europäischen Union über die Sicherheitsverfahren für den Austausch von Verschlusssachen vom 28.04.2008 (SR 0.514.126.81); Vorbehalte und Erklärungen in der Konvention für die friedliche Regelung internationaler Streitigkeiten vom 29.07.1899 (SR 0.193.211). Aus Letzterer lassen sich keine Rückschlüsse zur Bedeutung von

Aus der Verwendung des Begriffs der Loyalität in der systematischen Rechts- 39
 sammlung des Bundes lässt sich herleiten, dass Loyalität *Interessenwahrung* be-
 deutet. Interessen sind diejenigen Begehrensvorstellungen, die Personen beim
 Streben nach der für sie günstigsten Rechtsfolge haben.³⁷ Es scheint zunächst, als
 würde der Begriff Loyalität in den Bundeserlassen und den internationalen Ab-
 kommen mit unterschiedlichen Bedeutungen verwendet. In einem internationalen
 öffentlich-rechtlichen Zusammenhang und im öffentlichen Personalrecht wird
 Loyalität verstanden als Schutz der Autorität und Integrität des Staates und Wäh-
 rung der Interessen des Arbeitgebers.³⁸ In einem nationalen öffentlich-rechtlichen
 Zusammenhang – im Zusammenhang mit dem Recht zur beruflichen Vorsorge –
 wird Loyalität verstanden als Wahrung der Interessen der Versicherten und der Vor-
 sorgeeinrichtungen.³⁹ In beiden Fällen geht es letztlich um die Wahrung der Inter-
 essen anderer Personen oder Personengesamtheiten. Loyal verhält sich demnach,
 wer die Interessen bestimmter Dritter wahrt.

Es geht auch aus dem Verständnis von *Loyalität in verschiedenen Rechtsgebieten*, 40
 in denen der Begriff nicht gesetzlich verankert ist, hervor, dass sich loyal verhält,
 wer Rücksicht auf die Interessen bestimmter Dritter nimmt.⁴⁰ Das Gebot von Treu
 und Glauben gebietet die gegenseitige Rücksichtnahme und mithin ein loyales,

Loyalität nach schweizerischem Recht ziehen, weil der Begriff lediglich im Rahmen
 eines Vorbehalts der Türkei verwendet wird.

³⁷ WESTERMANN, Interessenkollisionen, 4.

³⁸ Er wird z.B. in den internationalen Abkommen über den Austausch und Schutz von
 klassifizierten Informationen und Verschlusssachen verwendet. Alle Beamten, die Zu-
 gang zu Verschlusssachen oder klassifizierten Informationen haben, müssen sich einer
 Sicherheitsüberprüfung unterziehen. Gegenstand dieser Überprüfung ist namentlich
 die Loyalität. Ein loyaler Beamter im Sinne des Bundespersonalrechts schützt die Au-
 torität und Integrität des Staates und wahrt dessen Interessen sowie diejenigen des öf-
 fentlich-rechtlichen Arbeitgebers (vgl. Art. 20 Abs. 1 BPG). Zu diesem Grundsatz der
 «doppelten Loyalität» siehe BVGer A-6031/2017, Urteil vom 03.04.2019, E. 3.3;
 BVGer A-6699/2015, Urteil vom 21.03.2016, E. 5.3.

³⁹ Die mit der Geschäftsführung oder Verwaltung einer Vorsorgeeinrichtung oder mit der
 Vermögensverwaltung betrauten Personen müssen die Kriterien der Integrität und
 Loyalität erfüllen. Sie haben bei ihrer Tätigkeit die Interessen der Versicherten der
 Vorsorgeeinrichtung zu wahren (Art. 51b Abs. 2 BVG).

⁴⁰ Der Begriff wird – zumindest vordergründig – nicht einheitlich umschrieben. Verein-
 zelt ist gar die Rede von einem unbestimmten Rechtsbegriff. Siehe hierzu VerwGer
 ZH VB.2016.00628, Urteil vom 25.01.2017, E. 2.2.3, zum Begriff Loyalität im Zu-
 sammenhang mit dem Recht eines Personalverbands auf Teilnahme an Kollektivver-
 handlungen.

d.h. anständiges und korrektes Verhalten im Geschäftsverkehr.⁴¹ Im Familienrecht bedeutet Loyalität gegenseitige Rücksichtnahme und Toleranz.⁴² Im Arbeitsrecht und insbesondere im öffentlichen Arbeitsrecht trifft den Angestellten eine Loyalitätspflicht im Sinne einer Interessenwahrungspflicht.⁴³ Und auch im Gesellschaftsrecht gebietet die Loyalität der Gesellschafter die Wahrung der Interessen der Gesellschaft und je nachdem diejenigen der anderen Gesellschafter.⁴⁴

b) Zusammenhang zwischen Loyalität und Treue

- 41 Der Begriff der Loyalität wird auch in der Rechtswissenschaft in Zusammenhang gebracht mit dem Begriff der Treue.⁴⁵ Die Bedeutung des Begriffs Treue in der Rechtswissenschaft ergibt sich aus einer Analyse zweier rechtlicher Prinzipien, de-

⁴¹ ZK-BAUMANN, Vor Art. 2 ZGB, N 16; ZK-BAUMANN, Art. 2 ZGB, N 6; BK-HAUSHEER/AEBI-MÜLLER, Art. 2 ZGB, N 66; HÜRLIMANN-KAUP/SCHMID, N 271; SOMMER, 25; STEINAUER, N 470. Welches Verhalten loyal ist, wird nach einem objektiven Massstab aus der Sicht eines beobachtenden Dritten beurteilt. Siehe hierzu BGE 143 III 653 E. 4.3.3, S. 662; STEINAUER, N 798; vgl. zum objektiven Massstab betr. Treu und Glauben im Lauterkeitsrecht BGE 72 II 392 E. 6, S. 398.

⁴² Die Pflicht von Vater und Mutter zu gegenseitiger Rücksichtnahme und Toleranz gem. Art. 274 Abs. 1 ZGB wird Loyalitätspflicht genannt. Siehe hierzu BGER 5A_482_2007, Urteil vom 17.12.2007, E. 5.2.4; KGer GR ZK1 17 78, Urteil vom 24.10.2018, E. 5.2.1; OGer ZH LE170058, Urteil vom 08.12.2017, E. 3.6; AppGer BS VD.2016.34, Urteil vom 19.07.2017, E. 2.1; FamKomm Scheidung-BÜCHLER, Art. 274 ZGB, N 2; OFK-MORDASINI-ROHNER, Art. 274, N 1; BSK ZGB I-SCHWENZER/COTTIER, Art. 274, N 6; KILDE, N 421; BK-HEGNAUER, Art. 274 ZGB, N 6.

⁴³ Zur arbeitsrechtlichen Treuepflicht siehe Art. 321a Abs. 1 OR; BGE 123 III 246 E. 3b, S. 250; SHK BPG-HELBLING, Art. 20 BPG, N 12; HUNZIKER, 171; IMBACH HAUMÜLLER, N 68, 70; JUNGO, 69; MÜLLER, Verwaltungsrat, 285 f.; NIKITINE, 248; RIEDER, 45; zur Loyalität im Zusammenhang mit «whistle-blowing» vgl. BUFF, N 627 f.; SCHWARB, 6, Fn. 5. Zur «doppelten Loyalität» im öffentlichen Personalrecht siehe vorne Fn. 38.

⁴⁴ Im Recht der einfachen Gesellschaft ist die Rede von einer allgemeinen Treue- und Loyalitätspflicht der Gesellschafter gegenüber der Gesellschaft und untereinander (BK-FELLMANN/MÜLLER, Art. 530 OR, N 588; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 12 N 80; vgl. BK-FELLMANN/MÜLLER, Art. 535 OR, N 254, die die Loyalitätspflicht an dieser Stelle als Nebenpflicht der allgemeinen Treuepflicht umschreiben und von der Interessenwahrungspflicht unterscheiden). Im Aktienrecht wird anstelle von einer Treuepflicht des Verwaltungsrats nach Art. 717 Abs. 1 OR vereinzelt von einer Loyalitätspflicht gesprochen (FORSTMOSER, Organisation, § 6 N 27, Fn. 34; JACQUEMOUD/AUBERSON, 371; NIKITINE, 248 f.; vgl. BÖCKLI/BÜHLER, 159; MUSTAKI/URBEN, 111).

⁴⁵ Zum Zusammenhang zwischen Loyalität und Treue in der Sprachwissenschaft und der Philosophie vgl. vorne Rz. 26 und 37.

nen der Begriff zugrunde liegt: dem Gebot von *Treu und Glauben* und dem allgemeinen Prinzip der *Treuepflicht*. Die Bedeutung des Begriffs der Treue im Zusammenhang mit diesen beiden Prinzipien ist wichtig, um zu verstehen, inwieweit der Begriff sich mit dem Begriff der Loyalität aus rechtswissenschaftlicher Sicht überschneidet.

Das Gebot von Treu und Glauben setzt den Privaten eine *Schranke zur Rechtsausübung*. Die an einem Rechtsverhältnis beteiligten Parteien sind zur gegenseitigen Rücksichtnahme verpflichtet und gehalten, sich korrekt und redlich zu verhalten. In erster Linie schränkt das Gebot von Treu und Glauben eine Person insoweit in der Verfolgung eigener Interessen ein, als sie die den anderen Personen innerhalb der Sonderverbindung eingeräumte Rechtsmacht nicht verletzt.⁴⁶ In zweiter Linie kann das Gebot – je nach Rechtsverhältnis – auch die aktive Wahrung der Interessen anderer miteinschließen.⁴⁷ Interessenwahrungspflichten können ein Teil des Handelns nach dem Gebot von Treu und Glauben sein. Der Schwerpunkt liegt aber stets auf der Beschränkung der eigenen Interessen.⁴⁸ Hergeleitet vom Gebot von Treu und Glauben bedeutet Treue gleichermassen wie Loyalität das korrekte Verhalten im Geschäftsverkehr im Sinne einer Rücksichtnahme auf die Interessen anderer innerhalb einer Sonderverbindung.

Die Treuepflicht verlangt die Wahrung der Interessen anderer durch ein Tun oder Unterlassen. Der Treuepflichtige hat dabei seine eigenen Interessen zumindest denjenigen *Interessen unterzuordnen*, die er mit einer oder mehreren anderen Personen im Vertrauensverhältnis teilt.⁴⁹ Sie erschöpft sich, im Gegensatz zu den Pflichten aus Treu und Glauben, nicht in der Rücksichtnahme auf andere Interessen.⁵⁰ Es geht bei der Treuepflicht dementsprechend nicht um einen

⁴⁶ Inwieweit die an einem Rechtsverhältnis beteiligten Personen durch Treu und Glauben gebunden sind, hängt vom Mass des Vertrauens und der Stärke der eingeräumten Rechtsmacht ab. Siehe hierzu ZÖLLNER, 339 ff. Besondere Bedeutung hat die Frage der eingeräumten Rechtsmacht im Rahmen der Sonderverbindung in einer Gesellschaft, insb. in einer Körperschaft, in der die Mehrheit – innerhalb gewisser Schranken – über die Minderheit bestimmen kann. Zu den Schranken gehören z.B. das Stimmverbot im Falle eines Aktien-Eigenerwerbs (Art. 659a OR) oder die Aufzählung von Beschlüssen, die eine qualifizierte Mehrheit erfordern (Art. 704 Abs. 1 OR). Siehe hierzu WOHLMANN, Treuepflicht, 8.

⁴⁷ Beispiele von Nebenpflichten sind Informations- und Aufklärungspflichten.

⁴⁸ Zum Ganzen siehe WOHLMANN, Treuepflicht, 7 ff.

⁴⁹ WOHLMANN, Treuepflicht, 62.

⁵⁰ Zum Gesagten siehe WOHLMANN, Treuepflicht, 54, 101 ff. Besonders deutlich wird dies im Auftragsrecht. Dort verlangt die Sorgfaltspflicht vom Beauftragten die Besorgung der Geschäfte im Interesse des Auftraggebers (zum Gesagten siehe BK-

blossen Interessenausgleich, sondern auch um die Interessenwahrung und -förderung.⁵¹

- 44 Im Kern überschneidet sich der *Begriff der Treue*, der dem Gebot von Treu und Glauben und dem allgemeinen Rechtsgrundsatz der Treue zugrunde liegt, mit dem Begriff der Loyalität. Die Konzepte unterscheiden sich zwar in Bezug auf den Leistungsumfang. Gemeinsam ist beiden Konzepten aber ein gewisses Mass an Interessenwahrung gegenüber Dritten als Teil eines korrekten Verhaltens im Rechtsverkehr. Dieser Kern überschneidet sich mit dem Begriff der Loyalität aus rechtswissenschaftlicher Sicht.
- 45 Mit der Einbindung von Loyalität in die Rechtsordnung werden *sittliche und rechtliche Wesensmerkmale* des Begriffs miteinander verflochten. Die Loyalität ist ihrem Ursprung nach etwas Sittliches. Sie ist in der Gesinnung eines Menschen verwurzelt. In Bezug auf ihre Wirkung ist Loyalität etwas Soziales. Sie bezieht sich auf das Aufrechterhalten einer Beziehung zu einer anderen Person.⁵² Die Rechtsordnung legt die Rechte und Pflichten von Rechtssubjekten untereinander fest. Im Rahmen der Ordnung des sozialen Zusammenlebens werden die sittliche und rechtliche Komponente von Loyalität miteinander verflochten.⁵³ Das Gebot von Treu und Glauben bringt die Einbindung sittlicher Normen in die Rechtsordnung im Zusammenhang mit Loyalität zum Ausdruck.⁵⁴

c) *Zusammenfassung*

- 46 Weil sich das Wesensmerkmal der Interessenwahrung auch im Begriff der Loyalität wiederfindet, rechtfertigt sich meines Erachtens auch aus rechtswissenschaftlicher Sicht die *Gleichsetzung der Begriffe Loyalität und Treue*.⁵⁵ Dass loyales Verhalten die Wahrung der berechtigten Interessen Dritter bedeutet, ergibt sich einerseits aus der Systematischen Gesetzessammlung des Bundes und andererseits

GAUTSCHI, Art. 398, N 3 f.; RÜEGG, 90 ff.). Zum Umfang der Pflichten aus Treu und Glauben siehe vorne Rz. 40.

⁵¹ WOHLMANN, Treuepflicht, 10; WÜRSCH, 12 f.

⁵² Zum Gesagten vgl. FECHNER, 21 f. Diese Doppelnatur zeigt sich bereits im Ansatz in der Etymologie von Loyalität und Treue. Siehe hierzu vorne Rz. 28 ff.

⁵³ Zum Gesagten vgl. FECHNER, 22.

⁵⁴ Zur Einbindung von sittlichen Normen in die Rechtsordnung, insb. mit Bezug auf das Gebot von Treu und Glauben, siehe FORSTMOSER/VOGT, § 10 N 61 f. Zum Zusammenhang zwischen Loyalität und Treu und Glauben siehe hinten Rz. 54.

⁵⁵ Zur Gleichsetzung der Begriffe in der Sprachwissenschaft vgl. vorne Rz. 26.

aus der Umschreibung des Begriffs der Loyalität in Rechtsgebieten, in denen der Begriff nicht gesetzlich verankert ist.⁵⁶

3. Ökonomisches Begriffsverständnis

Aus ökonomischer Perspektive wird Loyalität umschrieben als *Anhänglichkeit einer Person an einer Organisation* im Sinne einer zu Bindung führenden psychischen Hinwendung.⁵⁷ 47

Der Begriff der Loyalität im ökonomischen Sinne ist nach dem Grundkonzept von HIRSCHMAN im Zusammenhang mit zwei möglichen Reaktionen bei einem absoluten oder relativen Leistungsabfall einer Organisation zu sehen. Ein Mitglied der Organisation kann seine Beziehung zu ihr durch Abwanderung (*exit*) beenden. Es kann aber auch versuchen, allein oder gemeinsam mit anderen durch Widerspruch (*voice*) auf eine Verbesserung der Situation hinzuwirken.⁵⁸ Es ist empirischen Untersuchungen zufolge zudem denkbar, dass ein Mitglied den Leistungsabfall mittels Vernachlässigung (*neglect*) passiv in Kauf nimmt.⁵⁹ Der Mensch neigt dazu, bei Leistungsabfall auszusteigen. Neben anderen Faktoren wirkt sich Loyalität (*loyalty*) hemmend auf diese Neigung aus und fördert den Widerspruch.⁶⁰ Dementsprechend wird Loyalität auch als nicht käufliche Ressource eines Unternehmens bezeichnet.⁶¹ 48

Es besteht ein Zusammenhang zwischen der Loyalität im ökonomischen Sinne und der *Dauer der Beziehung einer Person zur Organisation*. Loyalität hemmt die Neigung zur Abwanderung und fördert Widerspruch.⁶² Loyale Mitglieder halten sich bei anhaltendem Leistungsabfall mit einer Reaktion länger zurück und reagieren zunächst eher mit Widerspruch statt mit Abwanderung.⁶³ Loyalität erhöht die von 49

⁵⁶ Siehe vorne Rz. 39 f.

⁵⁷ Vgl. SCHÜTZE, 96; WERANI, 140.

⁵⁸ Zum Gesagten siehe HIRSCHMAN, 5 f., 21 ff., 76 ff.

⁵⁹ FARRELL, 596 ff.; RUSBULT/ZEMBRODT/GUNN, 1230 ff.

⁶⁰ Zum Gesagten siehe HIRSCHMAN, 79, 82; siehe auch FLETCHER, 5; SCHÜTZE, 96; WERANI, 137 f. Andere Faktoren, die mit den Handlungsoptionen Abwanderung und Widerspruch korrelieren, sind namentlich institutionelle Hürden, die Erfolgswahrscheinlichkeit des Widerspruchs, Wechselkosten, der Wert der Leistung und das mit der Leistung verbundene wahrgenommene Risiko.

⁶¹ Vgl. DIERICKX/COOL, 1505.

⁶² HIRSCHMAN, 78.

⁶³ Zum entsprechenden Modell inkl. Erklärungen siehe HIRSCHMAN, 86 ff.; zur Übertragung von Loyalität auf die Beziehung zwischen Aktiengesellschaft und Aktionären vgl. KIRCHHOFF, 40, 51, 55.

den Mitgliedern wahrgenommenen Kosten der Abwanderung. Sie ist am nützlichsten, wenn es vergleichbare Alternativen für die Mitglieder einer Organisation gibt. Gleichzeitig ist die Anhänglichkeit zur Organisation unter diesen Voraussetzungen angesichts der Alternativen nicht ohne Weiteres nachvollziehbar.⁶⁴ Loyalität im ökonomischen Sinne hängt somit zusammen mit der Dauer der Beziehung einer Person zu einer Organisation.

- 50 Neben der Loyalität im ökonomischen Sinne beeinflussen auch die *Erfolgschancen von Widerspruch* die Reaktion auf den Leistungsabfall.⁶⁵ Massgeblich sind dabei die Erwartungen und Erfahrungen der Mitglieder. Die Mitglieder müssen davon ausgehen können, dass Widerspruch geäußert werden kann und dass der Widerspruch auch zu einer Verbesserung der Situation führt.⁶⁶ Verspricht der Widerspruchsmechanismus Erfolg, dürften unzufriedene Mitglieder weniger schnell mit Abwanderung auf einen Leistungsabfall reagieren. Die Erfolgchancen beeinflussen insofern den Entscheid, ob sich ein Mitglied für die Variante Abwanderung oder die Variante Widerspruch entscheidet.⁶⁷
- 51 Zusammengefasst ist Loyalität das positive Bekenntnis, das Wohl einer Organisation zu fördern durch Arbeit, Einsatz und – im Falle von Uneinigkeit – mit der Absicht, sie zu ändern. Gleichwohl kann sich Loyalität sowohl in aktivem als auch in passivem Verhalten äussern. Loyalität ist mehr als eine reine Abneigung, eine Gemeinschaft zu verlassen.⁶⁸ Vielmehr basiert sie auf der *Investition in eine Organisation* und der Identifikation mit ihr. Widerspruch kann als Teil dieser Investition gesehen werden. Die Umsetzung von Kritik der Mitglieder fördert deren Loyalität. Dadurch wiederum wird die Schwelle der Abwanderung er-

⁶⁴ Zum Gesagten siehe HIRSCHMAN, 80 f.

⁶⁵ Neben den Erfolgchancen des Widerspruchs beeinflussen auch die Bereitschaft, sich zu beschweren, das Vorhandensein von Alternativen, die Zahl der Mitglieder, die Beständigkeit und die Normiertheit des Guts oder der Leistung, die Existenz von Mechanismen, mit deren Hilfe Widerspruch kostengünstig und wirksam geäußert werden kann, und die Loyalität der Mitglieder den Entscheid (HIRSCHMAN, 43).

⁶⁶ Zum Gesagten siehe HIRSCHMAN, 38. Zum positiven Zusammenhang zwischen einem wirksamen Beschwerdemanagement und Loyalität vgl. FORNELL/WERNERFELT, 340 ff. Zur Steigerung der Effizienz einer Beschwerde durch ein aktives Beschwerdemanagement vgl. BRUHN, 106.

⁶⁷ Vgl. HIRSCHMAN, 123. Die Organisation kann die Erfolgchancen des Widerspruchsmechanismus direkt erhöhen, indem sie die Kosten des Widerspruchs reduziert oder Widerspruch belohnt. Oder sie kann es indirekt tun, indem sie die Kosten der Abwanderung erhöht oder die Abwanderung erschwert.

⁶⁸ Zum Gesagten siehe BARRY, 98; DOWDING et al., 476 f.

höht.⁶⁹ Durch die Verknüpfung mit den Investitionen in das Objekt wird Loyalität zu einer empirisch nachweisbaren Grösse, mit der die Wirkung auf die Entscheidung zu Abwanderung und Widerspruch untersucht werden kann.⁷⁰

C. Begriff der Loyalität im Rahmen der vorliegenden Untersuchung

Eine Gegenüberstellung der Begriffsverständnisse von Loyalität aus philosophischer, rechtswissenschaftlicher und ökonomischer Sicht dient als Grundlage, wie der Begriff im Rahmen der vorliegenden Untersuchung verstanden wird. 52

1. Gegenüberstellung von Wortherkunft und Begriffsverständnissen

Die Bedeutungen von Loyalität aus unterschiedlichen wissenschaftlichen Disziplinen überschneiden sich zum Teil. Bei einer Gegenüberstellung von Wortherkunft und Begriffsverständnissen werden die Gemeinsamkeiten, aber auch die Unterschiede erkennbar. 53

Die Wortherkunft und das rechtswissenschaftliche Begriffsverständnis legen es nahe, von einer *Identität von Loyalität und Treue* auszugehen. Loyalität ist ein bildungssprachliches Synonym für Treue. Das erlaubt es, bei der Erörterung der Bedeutung indirekt auf die Wortherkunft des Worts «Treue» abzustellen. Loyalität steht somit einerseits für eine feste Abmachung, für einen Vertrag und somit für etwas Gegenständliches und Rechtliches. Andererseits steht sie für die Tugend desjenigen, der einen Vertrag schliesst oder ein Versprechen abgibt, an seinem Wort festzuhalten, und somit für etwas Sittliches.⁷¹ Diese zwei Bedeutungsreihen von Loyalität aus der Sprachwissenschaft finden sich im rechtswissenschaftlichen Begriffsverständnis von Treue wieder. Der allgemeine Rechtsgrundsatz von Treu und Glauben verbindet Sittlichkeit und Recht auch, aber nicht nur, in sprachlicher Hinsicht.⁷² Diese Querbezüge zwischen Wortherkunft und rechtswissenschaft- 54

⁶⁹ Zum Ganzen siehe DOWDING et al., 476 ff., 492; vgl. TYLER/LIND, 147, die auf empirischer Grundlage herleiten, dass die Gelegenheit zur Meinungsäusserung die Akzeptanz der formulierten Ziele in einem Arbeitsverhältnis erhöht.

⁷⁰ DOWDING et al., 478; vgl. BARRY, 95; ferner LAVER, 481, der Loyalität nicht als Variable, sondern als Ergebnis definiert, das auf einer Mischung von Weitsichtigkeit, Beharrlichkeit und Selbstvertrauen basiert.

⁷¹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 27 ff.

⁷² Zum Gesagten siehe vorne Rz. 45.

lichem Begriffsverständnis bekräftigen meines Erachtens die Gleichsetzung von Loyalität und Treue.

- 55 Loyalität in philosophischer Hinsicht, d.h. die aufrichtige und anhaltende Hingabe zu einem Objekt der Loyalität, lässt Parallelen zur Wortherkunft sowie zum ökonomischen und rechtswissenschaftlichen Begriffsverständnis erkennen. Auch nach dem ökonomischen Begriffsverständnis ist Loyalität eine Anhänglichkeit im Sinne einer zu psychischer Bindung führenden Hinwendung.⁷³ Der *Bezug zur Sittlichkeit* im philosophischen Begriffsverständnis ist zum einen bereits bekannt aus der entsprechenden sprachwissenschaftlichen Bedeutungsreihe.⁷⁴ Zum anderen geht auch das rechtswissenschaftliche Begriffsverständnis von Loyalität zurück auf ein sittliches Gebot.⁷⁵
- 56 Die Parallele zwischen dem rechtswissenschaftlichen Begriffsverständnis von Loyalität und dem ökonomischen Begriffsverständnis ist auf den ersten Blick nicht offensichtlich. Aus ökonomischer Sicht wird Loyalität umschrieben als *Anhänglichkeit* einer Person an eine Organisation im Sinne einer zu Bindung führenden psychischen Hinwendung. Loyalität im rechtswissenschaftlichen Sinne hat nicht zwingend etwas mit der Dauer der Rechtsbeziehung zwischen Rechtssubjekten zu tun. Das ökonomische Verständnis von Loyalität überschneidet sich mit dem rechtswissenschaftlichen Verständnis, sofern durch das Aufrechterhalten der Beziehung die Interessen des Objekts der Loyalität gewahrt werden.⁷⁶

2. Begriffsverständnis im Rahmen der vorliegenden Untersuchung

- 57 In der vorliegenden Untersuchung geht es um Loyalität in der Beziehung zwischen Aktionär und Gesellschaft. Es geht mithin um Loyalität im Rahmen des gesetzlichen Mitgliedschaftsverhältnisses des Aktionärs zur Gesellschaft. Daraus ergeben sich verschiedene Konsequenzen in Bezug auf das der Untersuchung zugrunde liegende Begriffsverständnis von Loyalität.
- 58 Abzustellen ist in erster Linie auf das *rechtswissenschaftliche Begriffsverständnis* von Loyalität im Sinne der Interessenwahrung. Die vorliegende Untersuchung beurteilt namentlich die Frage der Zulässigkeit aktienrechtlicher Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und deren

⁷³ Siehe vorne Rz. 47.

⁷⁴ Vgl. vorne Rz. 29.

⁷⁵ Vgl. hierzu vorne Rz. 45.

⁷⁶ Siehe hierzu sogleich hinten Rz. 59.

Bezug zum Begriff der Loyalität. Die Betrachtung ist somit eine rechtswissenschaftliche.

Zum Verständnis des Begriffs der Loyalität im Rahmen der vorliegenden Untersuchung sind aber auch *interdisziplinäre Bezüge* von Bedeutung. Die Wortherkunft von Loyalität bekräftigt deren Gleichsetzung mit dem Begriff der Treue im rechtswissenschaftlichen Sinne.⁷⁷ Das philosophische Begriffsverständnis umfasst die Unterordnung der eigenen Interessen unter diejenigen des Objekts der Loyalität und lässt somit eine Parallele zum rechtswissenschaftlichen Begriffsmerkmal der Interessenwahrung erkennen.⁷⁸ Und das ökonomische Begriffsverständnis stellt einen Zusammenhang zwischen Loyalität und der Dauer der Beziehung einer Person zu einer Organisation her.⁷⁹ Es liefert somit wertvolle Erkenntnisse für die Erörterung der Forschungsfrage, ob die unter dem Begriff Loyalitätsaktien untersuchten aktienrechtlichen Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Interesse der Gesellschaft liegen. Erst dann lässt sich sagen, dass auch aus rechtswissenschaftlicher Sicht ein Zusammenhang zwischen der Dauer der Aktionärsbeteiligung und der Loyalität besteht. Zur Ermittlung des Gesellschaftsinteresses bedarf es unter anderem rechtsökonomischer Überlegungen, zumal es sich dabei um ein ökonomisch geprägtes Tatbestandsmerkmal handelt.⁸⁰ Der Einbezug interdisziplinärer Überlegungen ist somit erforderlich für das Verständnis von Loyalität und die Untersuchung des Zusammenhangs zwischen der Dauer der Aktionärsbeteiligung und der Loyalität.

Sofern nicht besonders vermerkt, wird Loyalität im Folgenden verstanden als Wahrung der Interessen eines Dritten innerhalb eines Rechtsverhältnisses im Sinne der Förderung dieser Interessen bei gleichzeitiger Inkaufnahme der Unterordnung der eigenen Interessen. Das Begriffsverständnis von Loyalität im Rahmen dieser Untersuchung basiert somit auf dem herausgearbeiteten rechtswissenschaftlichen Begriffsverständnis mit interdisziplinären Bezügen.

⁷⁷ Vgl. vorne Rz. 28.

⁷⁸ Vgl. vorne Rz. 46.

⁷⁹ Siehe vorne Rz. 49.

⁸⁰ D.h. um ein Tatbestandsmerkmal, bei dessen Bestimmung u.a. ökonomische Gesichtspunkte massgeblich sind. Siehe im Einzelnen hierzu hinten Rz. 116.

II. Aktionärsloyalität

- 61 Nachdem die Bedeutung von Loyalität im Allgemeinen hergeleitet wurde, geht es darum, das Begriffsverständnis im Besonderen unter das gesellschaftsrechtliche Mitgliedschaftsverhältnis zwischen Aktionär und Gesellschaft zu subsumieren. Diese Subsumption ist die Grundlage für das *Verständnis des Leitbilds der Aktionärsloyalität*, das den untersuchten Normkonzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen als Leitbild zugrunde liegt. Ausgehend von der Bedeutung von Loyalität liegt das Verhalten eines Aktionärs in der Stossrichtung dieses Leitbilds, wenn er damit die Interessen der Gesellschaft wahrt und fördert. Was das genau bedeutet, wird im Rahmen dieses Kapitels erörtert.
- 62 Zur Untersuchung des Leitbilds der Aktionärsloyalität wird zunächst dessen Kern umschrieben (A.). Danach wird der Begriff der Aktionärsloyalität abgegrenzt von der Loyalität, zu welcher der Aktionär aufgrund des Gebots von Treu und Glauben verpflichtet ist (B.). Im Weiteren werden die Begriffsmerkmale der Aktionärsloyalität, d.h. das Subjekt und Objekt der Aktionärsloyalität, und die Wahrung des Gesellschaftsinteresses als Inhalt der Aktionärsloyalität umschrieben (C. und D.). Schliesslich wird mittels Gesetzesauslegung dargelegt, dass es *ex lege* keine Verpflichtung zur Aktionärsloyalität gibt (E.). Mit anderen Worten ist der Aktionär von Gesetzes wegen nicht verpflichtet, die Interessen der Gesellschaft zu wahren.
- 63 Es geht somit in diesem Kapitel darum, herzuleiten, *welches Verhalten des Aktionärs dem Leitbild der Aktionärsloyalität entspricht*. Schliesslich geht es in dieser Untersuchung um die Zulässigkeit von Normkonzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen, die begrifflich für sich in Anspruch nehmen, in der Stossrichtung des Leitbilds der Aktionärsloyalität zu liegen.⁸¹ Die Erkenntnisse dieses Kapitels dienen somit als Grundlage, um zu überprüfen, ob die Auswirkungen der Normkonzepte mit dieser begrifflichen Inanspruchnahme übereinstimmen – das heisst, ob die Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung von Aktionärsloyalität beitragen.⁸²

⁸¹ Die Rede ist von sog. Loyalitätsaktien. Zum Begriff siehe im Einzelnen hinten Rz. 622 ff.

⁸² Zum Zusammenhang zwischen der Aktionärsloyalität und dem Ziel der untersuchten Normkonzepte siehe hinten Rz. 554 ff.

A. Kern der Aktionärsloyalität

Ausgangspunkt der Untersuchung ist die Frage, was den Kern der Aktionärsloyalität ausmacht. Der Kern der Aktionärsloyalität kann aus der Diskussion zur gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht des Aktionärs hergeleitet werden. Gestützt darauf wird aufgezeigt, welches Verhalten des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft als loyal bezeichnet werden kann. 64

1. Aktionärsloyalität als Interessenwahrung

Der Begriff Aktionärsloyalität wird im Folgenden gleichgesetzt mit *Aktionärstreue*.⁸³ Dass in der vorliegenden Arbeit der Begriff Aktionärsloyalität und nicht Aktionärstreue bevorzugt wird, hat unter anderem mit der Verwendung des Begriffs durch den Gesetzgeber im Rahmen der Aktienrechtsrevision zu tun.⁸⁴ Auch in der gesellschaftsrechtlichen Literatur wird vereinzelt der Begriff Loyalität statt Treue verwendet.⁸⁵ Ausserdem stellt das ökonomische Begriffsverständnis von Loyalität einen Bezug zur Dauer der Beziehung einer Person zu einer Organisation her. Weil es in der vorliegenden Untersuchung um den Zusammenhang zwischen der Dauer der Aktionärsbeteiligung und der Loyalität geht, ist es naheliegend, von Aktionärsloyalität statt von Aktionärstreue zu sprechen. 65

Angesichts der Gleichsetzung mit der Aktionärstreue erfordert die Umschreibung der Aktionärsloyalität eine Auseinandersetzung mit der Diskussion zur *gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht* des Aktionärs. An dieser Stelle soll kein weiterer Beitrag zur allgemeinen Diskussion zur gesetzlichen Treuepflicht des Aktionärs geleistet werden. Der Aktionär ist der Gesellschaft gegenüber von Gesetzes wegen nicht zur Loyalität verpflichtet.⁸⁶ Vielmehr wird die Aktionärsloyalität als Kern der diskutierten Treuepflicht herausgearbeitet. Das loyale Verhalten im Sinne der Aktionärsloyalität entspricht dem Leistungsgegenstand der Treuepflicht. 66

Der Leistungsgegenstand der Treuepflicht ist die *Interessenwahrung*. Es handelt sich demnach bei der Treuepflicht – unabhängig von deren Bestand – um eine In- 67

⁸³ Zur Identität von Loyalität und Treue im rechtswissenschaftlichen Sinne vgl. vorne Rz. 46.

⁸⁴ Darüber hinaus ist der Begriff Loyalität im Zusammenhang mit Mitteln zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen präziser als der Begriff Treue. Vgl. hierzu hinten Rz. 191.

⁸⁵ Siehe vorne Rz. 40; zum deutschen Recht vgl. KÜBLER/ASSMANN, 195.

⁸⁶ Siehe im Einzelnen hierzu hinten Rz. 119 f. Zur Zulässigkeit einer statutarischen Treuepflicht siehe hinten Rz. 127 ff.

teressenwahrungspflicht.⁸⁷ Der Begriff der Treuepflicht wird in der Lehre je nach Kontext unterschiedlich verstanden.⁸⁸ Allen Definitionen gemein ist das Element der Interessenwahrung. Fest steht somit, dass es sich bei der Treuepflicht um eine Interessenwahrungspflicht handelt.⁸⁹

- 68 Die Interessenwahrung ist somit auch der Kern der Aktionärsloyalität. Aktionärsloyalität bedeutet, dass der Aktionär in der Ausübung seiner Mitgliedschaftsrechte und der Erfüllung seiner Mitgliedschaftspflichten die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahrt und seine eigenen Interessen zurückstellt, wo immer diese nicht mit denjenigen der Gesellschaft parallel laufen.
- 69 Die Aktionärsloyalität beinhaltet eine *aktive* und eine *passive Komponente*. Die aktive Komponente der Aktionärsloyalität besteht darin, dass der Aktionär sein Handeln auf die Interessen der Gesellschaft ausrichtet und mit seinem Wissen und Können zur deren *Förderung* beiträgt. Er setzt sich aktiv für die Zielerreichung ein.⁹⁰ Die passive Komponente der Aktionärsloyalität besteht in einem *Unterlassen* der Handlungen, die dem Gesellschaftsinteresse zuwiderlaufen. In diesem Sinne loyal verhält sich ein Aktionär, der alles unterlässt, was einer Bevorzugung gesellschaftsfremder Sonderinteressen gegenüber den Gesellschaftsinteressen gleichkommt. Die Interessen, die sich nicht mit denjenigen der Gesellschaft decken, sind zurückzustellen.⁹¹

⁸⁷ Siehe vorne Rz. 43.

⁸⁸ Nach einer allgemeinen Definition verlangt die Treuepflicht die Unterordnung der eigenen Interessen unter diejenigen eines anderen im Rahmen der rechtlichen Sonderverbindung (WOHLMANN, Treuepflicht, 52; vgl. BENZ, Treuepflicht, 47; KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 20, der auf einen Definitionsversuch verzichtet, weil sich der Inhalt einer allfälligen Pflicht erst aufgrund eines konkreten Sachverhalts ergebe.). Das ergibt sich aus anderen Definitionen zumindest nicht ausdrücklich (vgl. FROMER, 216, der die Treuepflicht im Kontext des Aktienrechts als reine Unterlassungspflicht des Aktionärs im Rahmen der Ausübung der Mitwirkungsrechte qualifiziert; HUECK, 19, der mit dem Verb «fördern» mehr impliziert als ein reines Unterlassen).

⁸⁹ KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 20; WOHLMANN, Treuepflicht, 10.

⁹⁰ Zum Ganzen vgl. FROMER, 216; zur Treuepflicht des Verwaltungsrats vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 760; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Verwaltungsrat, 280.

⁹¹ Zum Ganzen vgl. FROMER, 215 f.; zur Treuepflicht des Verwaltungsrats vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 28 N 25; CHK-PLÜSS/FACINCANI-KUNZ, Art. 717 OR, N 6.

2. Verhalten entsprechend dem Leitbild der Aktionärsloyalität

Die Beurteilung, ob sich ein Aktionär mit einem bestimmten Verhalten loyal verhält, erfolgt in zwei Schritten. 70

In einem ersten Schritt muss geklärt werden, was die Interessen der Gesellschaft sind. Das *Gesellschaftsinteresse* ist ein dynamischer Rechtsbegriff. Insbesondere ist bei der Umschreibung des Gesellschaftsinteresses den besonderen Umständen der Gesellschaft sowie dem wirtschaftlichen, politischen und sozialen Umfeld der Gesellschaft Rechnung zu tragen.⁹² Je nach Interessenlage des Aktionärs überschneiden oder widersprechen sich die Interessen von Aktionären und Gesellschaft. Eine *Interessenkollision* kann unterschiedlicher Intensität sein. Die Interessen können sich entweder nur teilweise widersprechen. Dann ist ein Ausgleich zwischen den Interessen im Sinne eines Kompromisses möglich. Oder die Interessen können sich gegenseitig ausschließen. In diesem Fall muss zur Lösung der Interessenkollision notwendigerweise das eine Interesse dem anderen weichen. Je nachdem, ob das Individualinteresse oder das Gemeinschaftsinteresse höher gewichtet wird, wird die Interessenkollision gelöst mit einem Entscheid für das eine oder das andere.⁹³ 71

In einem zweiten Schritt muss geklärt werden, inwieweit der Aktionär mit einem bestimmten Verhalten die Interessen der Gesellschaft wahrt. Dabei sind *rechtsökonomische Überlegungen* miteinzubeziehen. Es ist zu untersuchen, ob ein bestimmtes Handeln des Aktionärs im Interesse der Gesellschaft liegt. Umgekehrt ist auch immer zu untersuchen, ob ein bestimmtes Verhalten die Gesellschaftsinteressen gefährdet oder gar vereitelt. 72

B. Abgrenzung der Aktionärsloyalität von Treu und Glauben

Das loyale Verhalten im Sinne der Aktionärsloyalität leitet sich ab aus dem Leistungsgegenstand der Treuepflicht. Es ist folglich abzugrenzen vom loyalen Verhalten im Sinne des Gebots von Treu und Glauben.⁹⁴ 73

⁹² Zum Begriff des Gesellschaftsinteresses siehe im Einzelnen hinten Rz. 89 ff.

⁹³ Zum Ganzen siehe BENZ, Treuepflicht, 14.

⁹⁴ Zur Abgrenzung zwischen dem Gebot von Treu und Glauben und dem allgemeinen Rechtsgrundsatz der Treuepflicht vgl. vorne Rz. 42 ff.

- 74 Das Gebot von Treu und Glauben dient dem *Interessenausgleich*. Im Aktienrecht wird das Gebot von Treu und Glauben konkretisiert durch das Gleichbehandlungsgebot und durch das Gebot der schonenden Rechtsausübung. Es dient auch dem Schutz der Aktionärsminderheit.⁹⁵ Es setzt dem Aktionär eine Schranke für die eigene Rechtsausübung und begrenzt dadurch die Verfolgung seiner eigenen Interessen. Unter Umständen kann auch das Gebot von Treu und Glauben die Wahrung der Interessen anderer miteinschliessen. In erster Linie geht es aber um eine Beschränkung der eigenen Interessen.⁹⁶ Ein Aktionär handelt im Rahmen des Mitgliedschaftsverhältnisses dem Gebot von Treu und Glauben entsprechend, wenn er sich der Gesellschaft gegenüber redlich und vernünftig verhält und bei der Verfolgung seiner eigenen Interessen Rücksicht walten lässt. Ein positives Tun ist in der Regel nicht gefordert.⁹⁷
- 75 In Bezug auf das gebotene Verhalten verlangt das Leitbild der Aktionärsloyalität mehr als das Gebot von Treu und Glauben. Ein Handeln nach dem Leitbild der Aktionärsloyalität gebietet die *Wahrung der Interessen* der Gesellschaft und nicht bloss eine Rücksichtnahme auf die Interessen anderer. Ein loyaler Aktionär trägt mit seinem Verhalten zur Förderung der Gesellschaftsinteressen bei. Im Unterschied dazu handelt ein Aktionär im Sinne des Gebots von Treu und Glauben, wenn er seine Rechte gegenüber der Gesellschaft schonend ausübt, mithin nicht bereits durch die Art der Rechtsausübung die Interessen der Gesellschaft missachtet.
- 76 Als Konsequenz muss das Ergebnis der *Interessenabwägung* beim Leitbild der Aktionärsloyalität anders ausfallen als beim Gebot von Treu und Glauben. Ein Aktionär handelt loyal, wenn er die Interessen der Gesellschaft im Falle eines Interessenkonflikts seinen eigenen Interessen voranstellt. Ein Handeln nach dem Gebot von Treu und Glauben verlangt hingegen nicht, dass der Aktionär seine eigenen Interessen gegenüber den Interessen der Gesellschaft zurückstellt. Vielmehr handelt ein Aktionär nach Treu und Glauben, wenn er bei der Verfolgung seiner eigenen Interessen auf einen Ausgleich mit den Gesellschaftsinteressen achtet.⁹⁸

⁹⁵ Zur Konkretisierung durch das Gleichbehandlungsgebot siehe BGE 102 II 265 E. 2, S. 268; BGer 4A_205/2008, Urteil vom 19.08.2008, E. 3.2; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 105; RUEDIN, Fondement, 545 f., 550 f.; WÜRSCH, 45. Zur Konkretisierung durch das Gebot der schonenden Rechtsausübung vgl. BK-MERZ, Art. 2 ZGB, N 326, 399; ZK-BAUMANN, Art. 2 ZGB, N 301; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 95; MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL, 383 ff.

⁹⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 42.

⁹⁷ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 42.

⁹⁸ Zum Gesagten vgl. BENZ, Treuepflicht, 23.

C. Subjekt und Objekt der Aktionärsloyalität

Um zu veranschaulichen, im Rahmen welcher Rechtsbeziehungen das Leitbild der Aktionärsloyalität zum Tragen kommt, werden das Subjekt und das Objekt der Aktionärsloyalität umschrieben.⁹⁹ 77

1. Aktionär als Subjekt der Aktionärsloyalität

Das Subjekt der Loyalität ist diejenige Person, die mit ihrem Handeln die Interessen eines anderen wahr. Sie ist die *Leistungserbringerin*. 78

Der *Aktionär* ist das Subjekt der Aktionärsloyalität. Das ergibt sich bereits aus der begrifflichen Verknüpfung von Loyalität und Aktionär im Titel und aus der Forschungsfrage selbst. Es wird im Rahmen der Grundlagen dieser Arbeit untersucht, welches Verhalten eines Aktionärs insbesondere in Bezug auf die Haltedauer als loyal bezeichnet werden kann. Die Fokussierung auf die Haltedauer liegt darin begründet, dass die untersuchten Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen an die Dauer der Aktionärsbeteiligung anknüpfen.¹⁰⁰ Es geht demnach um die Wahrung der Interessen der Gesellschaft durch die Aktionäre im Zusammenhang mit der Dauer der Aktionärsbeteiligung und nicht umgekehrt um die Wahrung der Interessen der Aktionäre durch die Gesellschaft. 79

Alle Aktionäre kommen als Subjekt der Loyalität infrage – ungeachtet der *wertpapierrechtlichen Ausgestaltung* oder der *Aktienkategorie*. Zum einen hat die wertpapierrechtliche Ausgestaltung der Beteiligung keinen Einfluss auf die Stellung des Aktionärs als Subjekt der Loyalität. Das Gesetz erlaubt die wertpapierrechtliche Ausgestaltung der Aktien als Inhaber- und als Namenaktien.¹⁰¹ Die wertpapiermässige Verbriefung ist aber nicht zwingend erforderlich für die Entstehung, Geltendmachung und Übertragung der Mitgliedschaft.¹⁰² So kommen auch Aktionäre mit unverbrieften Aktien vor. Zum anderen beeinflusst auch die Bildung unterschiedlicher Aktienkategorien, namentlich bei der Einführung von Stimmrechts- 80

⁹⁹ Die Terminologie ist angelehnt an das philosophische Begriffsverständnis von Loyalität. Siehe hierzu vorne Rz. 35 ff.

¹⁰⁰ Zum Gesagten siehe hinten Rz. 622 ff.

¹⁰¹ Art. 622 Abs. 1 OR. Zu den jüngsten Einschränkungen bezüglich Inhaberaktien siehe BURCKHARDT, Inhaberaktie, 3 ff.

¹⁰² Zum Gesagten siehe BGE 83 II 445 E. 4, S. 454, mit Verweis auf BGE 48 II 395 E. 3, S. 402, der zu einer älteren Fassung des Obligationenrechts ergangen ist; BSK OR II-BAUDENBACHER, Art. 622, N 2; vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 3 N 45 ff.

aktien oder Vorzugsaktien,¹⁰³ die Qualifikation des Aktionärs als Subjekt der Loyalität nicht. Alle Aktionäre sind gleichermaßen Subjekte der Loyalität.

- 81 Begriffsnotwendig nicht Subjekt der Loyalität sind der *Partizipant* und der *Genussscheininhaber*: In vermögensrechtlicher Hinsicht ist der Partizipant dem Aktionär zwar mindestens gleichgestellt.¹⁰⁴ Im Gegensatz zu einer Aktie vermittelt ein Partizipationsschein aber kein Stimmrecht.¹⁰⁵ Ein Genussschein vermittelt wiederum keine Mitgliedschaftsrechte.¹⁰⁶ Die Rechtsstellung von Partizipanten und Genussscheininhabern ist an anderer Stelle dieser Arbeit von Interesse.¹⁰⁷ Subjekte der Aktionärsloyalität sind Partizipanten ausnahmsweise, wenn sie gleichzeitig Aktionärsstellung haben. Die Loyalität ergibt sich in diesem Fall einzig aus ihrem mitgliedschaftlichen Verhältnis als Aktionär zur Gesellschaft.
- 82 Ebenfalls nicht Subjekte der Aktionärsloyalität sind die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Revisionsstelle. Die *Mitglieder des Verwaltungsrats* unterliegen einer organschaftlichen Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft.¹⁰⁸ Subjekt der Aktionärsloyalität kann ein Mitglied des Verwaltungsrats nur dann sein, wenn er gleichzeitig Aktionär der Gesellschaft ist.¹⁰⁹ Das unter dem Leitbild der Aktionärsloyalität gebotene Verhalten ist zu unterscheiden von dem unter der Treuepflicht oder Loyalitätspflicht als Verwaltungsrat erforderlichen Verhalten. Die *Mitglieder der Revisionsstelle* können aufgrund der Verpflichtung zur Unabhängigkeit nicht gleichzeitig Aktionäre der Gesellschaft sein.¹¹⁰ Sie sind somit auch nicht ausnahmsweise Subjekte der Aktionärsloyalität.

¹⁰³ Siehe Art. 693 OR bzw. Art. 654 und 656 OR.

¹⁰⁴ Art. 656f Abs. 1 OR.

¹⁰⁵ Art. 656a Abs. 1, Art. 656c Abs. 1 OR.

¹⁰⁶ BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 880 f. m.H. darauf, dass Art. 657 Abs. 2 OR die möglichen Ansprüche von Genussscheinhabern abschliessend aufzählt.

¹⁰⁷ So insbesondere bei der Prüfung der Zulässigkeit von Loyalitätsaktien unter Gesichtspunkten des Gleichbehandlungsgebots. Siehe hierzu hinten Rz. 936 ff., 1142 ff., 1308 ff., 1467 ff.

¹⁰⁸ Art. 717 Abs. 1 OR. Ein Verstoss gegen diese Treuepflicht kann z.B. vorliegen bei der missbräuchlichen Führung eines Gerichtsverfahrens, siehe BGE 139 III 24 E. 3.3, S. 26 f.

¹⁰⁹ Vgl. zur analogen Situation im Falle von Partizipanten oder Genussscheinhabern vorne Rz. 81.

¹¹⁰ Vgl. Art. 728 Abs. 1, Abs. 2 Ziff. 2 OR.

2. Gesellschaft als Objekt der Aktionärsloyalität

Das Objekt der Loyalität ist diejenige Person, deren Interessen gewahrt werden. 83
Sie ist die *Leistungsempfängerin*.

Die *Gesellschaft* ist das Objekt der Aktionärsloyalität. Sie ist die Einzige, die 84
durch die Aktionärsloyalität *unmittelbar begünstigt* ist. Die Gesellschaft ist «[...] eine kapitalbezogene Körperschaft, die in der Regel wirtschaftliche Zwecke verfolgt und ein kaufmännisches Unternehmen betreibt, für deren Verbindlichkeiten ausschliesslich das Gesellschaftsvermögen haftet und die ein in bestimmter Höhe festgesetztes, in Teilsummen (Aktien und allenfalls auch Partizipationsscheine) zerlegtes Grundkapital (Aktienkapital und allenfalls auch Partizipationskapital) aufweist».¹¹¹

Die Gesellschaft hat als juristische Person eine *eigene Rechtspersönlichkeit*.¹¹² Sie 85
ist unabhängig von den Gesellschaftern Trägerin von Rechten und Pflichten. Sie ist gegen aussen verselbständigt. Sie kann namentlich in eigenem Namen handeln, Rechtsgeschäfte eingehen, klagen und beklagt werden, betreiben und betrieben werden.¹¹³ Sie ist auch gegen innen verselbständigt. So ist sie allein am Gesellschaftsvermögen berechtigt. Auch verfolgt sie selbständige, von den Interessen der Aktionäre unabhängige Interessen.¹¹⁴ Ein Wechsel der Gesellschafter hat keinen Einfluss auf ihren Bestand.¹¹⁵

Bei der Aktionärsloyalität geht es um die Loyalität des Aktionärs im Rahmen des 86
gesellschaftsrechtlichen Mitgliedschaftsverhältnisses. In einer Gesellschaft laufen unterschiedliche Rechtsbeziehungen schuld- und gesellschaftsrechtlicher Natur zusammen. So können die Aktionäre untereinander schuldrechtliche Rechtsbeziehungen haben.¹¹⁶ Nicht selten besteht zwischen einzelnen Aktionären und einem

¹¹¹ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 14.

¹¹² Das Recht auf Persönlichkeit erlangt die Gesellschaft mit der Eintragung ins Handelsregister (Art. 643 Abs. 1 i.V.m. Art. 52 Abs. 1 ZGB).

¹¹³ Die Gesellschaft handelt durch ihre Organe. Sie verleihen dem Willen der Gesellschaft Ausdruck und verpflichten sie durch den Abschluss von Rechtsgeschäften und ihr sonstiges Verhalten. Siehe hierzu Art. 52 ZGB; Art. 718a, Art. 722 OR.

¹¹⁴ Siehe im Einzelnen hinten Rz. 97 ff.

¹¹⁵ Zum Ganzen siehe MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 32 f.

¹¹⁶ Untereinander können Aktionäre z.B. einen Vertrag über die Ausübung von Rechten und Pflichten abschliessen, die in Zusammenhang mit der Aktionärsstellung einer oder mehrerer Vertragsparteien stehen (sog. Aktionärsbindungsvertrag; zu dieser Definition und grundlegend zu Aktionärsbindungsverträgen siehe FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, 5 ff.).

Verwaltungsratsmitglied eine schuldrechtliche Rechtsbeziehung.¹¹⁷ Denkbar sind auch schuldrechtliche Rechtsbeziehungen zwischen der Gesellschaft und Aktionären oder Gläubigern.¹¹⁸ Die Aktionäre mögen im Rahmen solcher Rechtsbeziehungen zu einer gewissen Loyalität verpflichtet sein. Jedoch ist die Loyalität in diesem Fall eine Konsequenz der schuldrechtlichen Bindung – oft eines Vertrags. Demgegenüber ist die Grundlage der Aktionärsloyalität die körperschaftliche Bindung. Diese Unterscheidung ist im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wichtig, weil die Aktionäre der Gesellschaft nach herrschender Lehre von Gesetzes wegen eben gerade keine Loyalität schulden.¹¹⁹

- 87 Die Aktionäre und Gläubiger der Gesellschaft sind allenfalls *mittelbar begünstigt* durch die Aktionärsloyalität. Das ist dann der Fall, wenn die Aktionärsloyalität indirekt auch zu einer Förderung der Interessen der Aktionäre und Gläubiger führt. Dazu müssen sie sich mit den Interessen der Gesellschaft überschneiden.
- 88 Somit steht fest, dass die Gesellschaft das Objekt der Aktionärsloyalität ist. Sie hat eine eigene Rechtspersönlichkeit und verfolgt von den Interessen der Aktionäre unabhängige Interessen. Sie ist die einzige unmittelbar Begünstigte der Aktionärsloyalität. Andere Aktionäre und Gläubiger sind höchstens mittelbar begünstigt. Die Aktionärsloyalität hat ihre Grundlage in der körperschaftlichen Bindung zwischen Aktionär und Gesellschaft. Davon abzugrenzen ist die Loyalität im Rahmen schuldrechtlicher Beziehungen.

D. Wahrung des Gesellschaftsinteresses als Inhalt der Aktionärsloyalität

- 89 Der Begriff des Gesellschaftsinteresses ist das *zentrale Thema* der Aktionärsloyalität. Aktionärsloyalität bedeutet, dass der Aktionär bei seinem Handeln seine eigenen Interessen den Interessen der Gesellschaft unterordnet und Letztere in guten

¹¹⁷ Von Gesetzes wegen besteht zwischen den Aktionären und einem einzelnen Verwaltungsratsmitglied kein Rechtsverhältnis (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 2 N 34). Nicht selten werden Verwaltungsratsmitglieder in der Praxis von bestimmten Aktionären vertraglich verpflichtet, ihr Mandat – soweit gesetzlich zulässig – in ihrem Interesse auszuüben (sog. fiduziarisch tätige Verwaltungsratsmitglieder). Siehe hierzu BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 716a, N 3; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 28 N 11; LAZOPOULOS, 9 ff.; ROTH PELLANDA, Vertragsverhältnisse, 76.

¹¹⁸ Z.B. Darlehens- oder Arbeitsverträge.

¹¹⁹ Siehe hinten Rz. 119 ff.

Treuen wahr. Um den Begriff zu verstehen, ist demnach in Erinnerung zu rufen, was unter dem Begriff des Gesellschaftsinteresses zu verstehen ist. Ausgangspunkt ist die Diskussion in der Lehre. Rückschlüsse zum Verständnis des Begriffs ergeben sich sodann aus dem Gesetz und der Rechtsprechung.

1. Ausgangspunkt

Die Umschreibung des Gesellschaftsinteresses ist in der Lehre auch heute noch 90 *umstritten*. Die Diskussion konzentriert sich auf zwei Punkte.

a) *Normativer versus deskriptiver Charakter des Gesellschaftsinteresses*

Zum einen ist umstritten, ob das Gesellschaftsinteresse eine Verhaltensmaxime 91 mit *normativem Charakter* sei oder einfach das Ergebnis einer Interessenabwägung und somit *deskriptiver Natur*. Geht man von einem normativen Charakter des Gesellschaftsinteresses aus, wird es qualifiziert als ein hinreichend bestimmter *Verhaltensmassstab* für den Verwaltungsrat. Geht man von einem deskriptiven Charakter aus, ist die Festlegung einer Generalklausel für das Gesellschaftsinteresse nicht möglich. Das Gesellschaftsinteresse setze sich diesfalls jeweils aus einer Vielzahl unterschiedlicher Interessen zusammen und müsse stetig neu definiert werden.¹²⁰

b) *Interessenpluralistische versus interessenmonistische Theorie*

Zum anderen ist umstritten, ob bei der Bestimmung des Gesellschaftsinteresses auf 92 das *Aktionärsinteresse* abzustellen sei oder ob auch die *Interessen anderer Anspruchsgruppen* berücksichtigt werden müssten. Nach einer interessenpluralistischen Auffassung bestehe das Gesellschaftsinteresse in einem Ausgleich der unterschiedlichen beteiligten Interessen. Die dauernde Sicherung des gewinnerzielenden Unternehmens liege im Interesse der Aktionäre, der Gesellschaft und der Allgemeinheit^{121, 122}. In der neueren Lehre wird dieser Ansatz auch Stakeholder-

¹²⁰ LAMBERT, 215, 253; LAZOPOULOS, 39 ff., 65 f., gemäss dem der grösste gemeinsame Nenner zwischen den unterschiedlichen Interessen gefunden werden muss und die abweichenden Interessen gegeneinander abzuwägen sind; vgl. LIPS-RAUBER, 59 f., mit der Begründung, eine schematische Betrachtung trage den unterschiedlichen Interessen nicht angemessene Rechnung.

¹²¹ Die Allgemeinheit umfasst die Volkswirtschaft, die Gläubiger und die Arbeitnehmer.

¹²² Grundlegend zum Gesagten SCHLUEP, 137 ff., 170 ff., 188 ff.

Value-Ansatz genannt.¹²³ Nach einer interessenmonistischen Auffassung sei das Gesellschaftsinteresse einzig geprägt vom Interesse des typischen Aktionärs. Der typische Aktionär sei gewinnstrebend und auf eine wertbeständige Anlage bedacht. Er sei nicht nur an kurzfristigem Spekulationserfolg interessiert.¹²⁴ Die Interessen der Arbeitnehmer an angemessenen Löhnen und Sozialleistungen seien durch die Interessen langfristig orientierter Aktionäre gedeckt.¹²⁵ In der neueren Lehre findet man diese Auffassung wieder im Shareholder-Value-Ansatz.¹²⁶

- 93 In neuerer Zeit wird auch eine Harmonisierung der beiden Theorien vertreten. Derzeit scheint der Stakeholder-Value-Ansatz zwar vorherrschend zu sein.¹²⁷ Selbst im angloamerikanischen Raum gibt es in der Unternehmenspraxis Anzeichen für einen Paradigmenwechsel hin zum Stakeholder-Value-Ansatz.¹²⁸ Diese Ausrichtung dürfte allerdings kaum praktische Konsequenzen haben. Das Schaffen von Mehrwert für die Aktionäre hat seit jeher die Berücksichtigung der Interessen anderer heterogener Anspruchsgruppen erfordert.¹²⁹ Abgesehen davon können die

¹²³ FORSTMOSER, Profit, 55 ff., 71 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 17, § 28 N 26; HASENBÖHLER, 75; HOFSTETTER, Grundlagenbericht, 3 f.; KUNZ, Minderheitenschutz, § 9 N 58. Ferner TROXLER, 206.

¹²⁴ Zum Gesagten siehe BÄR, Grundprobleme, 387 f.; BÄR, Aktuelle Fragen, 514 f.

¹²⁵ BÄR, Aktuelle Fragen, 520.

¹²⁶ Zum Shareholder-Value-Ansatz siehe BERTSCHINGER, Arbeitsteilung, N 38; GRÖNER, Treuepflicht, 164 f.; KRNETA, Art. 726 OR, N 1085 ff.; LADNER, 114; MIZRUCHI/KIMELDORF, 213 ff.; SUPINO, 354 ff.; VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, 240 f.; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 7; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717, N 1a, 16 und 37; WOHLMANN, Typischer Aktionär, 415 ff.; vgl. BISCHOF, 201 f., mit Verweis auf den «Enlightened-Shareholder-Value»-Ansatz nach dem UK Companies Act 2006.

¹²⁷ DAENIKER, Verwaltungsrat, 320; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 10 N 218; vgl. ECONOMIESUISSE, Swiss Code 2016, Rz. 9, gemäss dem der Verwaltungsrat sich vom Ziel der nachhaltigen Unternehmensentwicklung leiten lassen soll. Nur beiläufig ist die Rede von den Interessen der Aktionäre und auch dann nur mit Bezug auf die Interessen langfristig engagierter Aktionäre (Rz. 35). Zu einem Plädoyer für den Shareholder-Value-Ansatz siehe FISCHER/WATTER, 10.

¹²⁸ Im August 2019 gaben 181 CEOs von US-amerikanischen Unternehmen eine gemeinsame Stellungnahme ab, in der sie das Engagement der Unternehmen zugunsten aller Anspruchsgruppen betonen. Siehe hierzu BUSINESS ROUNDTABLE, 1 («[...] we share a fundamental commitment to all [sic!] of our stakeholders [...]»).

¹²⁹ Zum Gesagten siehe HOFSTETTER, Expertengruppe, 7; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 10 N 218, 265 ff.; SETHE, 377; vgl. FISCHER/WATTER, 10, gemäss denen z.B. Angaben zu einer klimagerechten Geschäftstätigkeit zulässig sind, wenn sie erforderlich für die Gewinnung junger Talente sind. Praktische Konsequenzen dürfte der Entscheid für den einen oder anderen Ansatz m.E. in Bezug unmittelbar auf die Ge-

Interessen mit einer Ausrichtung auf das *Unternehmensinteresse* in Einklang gebracht werden. Das Unternehmensinteresse wird verstanden als das Interesse an einer nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts. Durch eine derartige Wertsteigerung werden die Interessen der Aktionäre und diejenigen anderer Anspruchsgruppen gewahrt.¹³⁰

c) *Folgenorientierte Auslegung des Gesellschaftsinteresses*

Aufgrund der Unsicherheiten wird die *Methode der Interessenabwägung* zur Bestimmung des Gesellschaftsinteresses in der Lehre vereinzelt abgelehnt. Es gibt im Aktienrecht einige Bestimmungen zum Schutz unterschiedlicher Anspruchsgruppen.¹³¹ Es fehlt aber eine Wertung, welche Interessen im Konfliktfall vorgehen. Deshalb hat der Verwaltungsrat einen erheblichen Ermessensspielraum bei der Geschäftsführung der Gesellschaft.¹³² Das Gesellschaftsinteresse sei nicht operational und nicht justiziabel. Die Interessenabwägung als Methode zur Bestimmung des Gesellschaftsinteresses sei deshalb abzulehnen.¹³³ 94

Als Lösungsansatz wird vorgeschlagen, bei der Bestimmung des Gesellschaftsinteresses auf die *Erkenntnisse der Betriebswirtschaftslehre* abzustellen. Ob ein bestimmter Entscheid die dauernde Sicherung der Existenz und das langfristige Gedeihen eines Unternehmens fördere, sei nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten zu beurteilen. Das Gesellschaftsinteresse werde auf diese Weise folgenorientiert konkretisiert.¹³⁴ 95

wichtung der Interessen durch den Verwaltungsrat haben und mittelbar auf bestimmte Entscheide der Organe (z.B. höhere oder tiefere Vergütungen, höhere oder tiefere Dividendenausschüttungen).

¹³⁰ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER, Gewinnmaximierung, 220 ff.; FORSTMOSER, Profit, 80 ff.; HOFSTETTER, Expertengruppe, 7; siehe auch SETHE, 377; vgl. BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717, N 37 f., gemäss denen das Gesellschaftsinteresse mit einer nachhaltigen Gewinnmaximierung der Aktionärsbeteiligung gewahrt werde, was aber nicht bedeute, dass die Interessen der Gläubiger und Arbeitnehmer ausser Acht gelassen werden dürften.

¹³¹ Vgl. namentlich die Bestimmungen im Aktienrecht zum Gläubiger-, Arbeitnehmer und Aktionärsschutz (siehe hierzu LAMBERT, 5; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 8, beide m.w.H.).

¹³² BINDER, 72 f.

¹³³ Zum Gesagten siehe LADNER, 121 f.

¹³⁴ Zum Ganzen siehe LADNER, 124 ff.

2. Gesellschaftsinteresse in Gesetz und Rechtsprechung

- 96 Ein Überblick über das Gesetz und die Rechtsprechung bringt Klarheit in die Diskussion um den Begriff des Gesellschaftsinteresses. Anknüpfungspunkt der folgenden Ausführungen ist deshalb das der gesetzlichen *Treuepflicht des Verwaltungsrats* zugrunde liegende Verständnis des Gesellschaftsinteresses.¹³⁵
- a) *Selbständigkeit gegenüber den Aktionärsinteressen***
- aa) Anhaltspunkte im Gesetz
- 97 Aus verschiedenen Anhaltspunkten im Gesetz kann hergeleitet werden, dass das Gesellschaftsinteresse nicht deckungsgleich mit den Interessen der Aktionäre ist.
- 98 Die Selbständigkeit des Gesellschaftsinteresses ergibt sich zunächst aus dem Wortlaut der Bestimmung zur *Treuepflicht des Verwaltungsrats*. Die Treuepflicht gebietet die Wahrung der Interessen der Gesellschaft im Rahmen der Aufgabenerfüllung.¹³⁶ Der Begriff der Gesellschaft wird im schweizerischen Gesellschaftsrecht gemeinhin gleichgesetzt mit der Gemeinschaft der Gesellschafter.¹³⁷ Es mag deshalb naheliegen, auch die Interessen einer Aktiengesellschaft gleichzusetzen mit den Interessen der Aktionäre als Gesellschafter.¹³⁸ Es ist aber kein Zufall, dass in Art. 717 Abs. 1 OR von den Interessen der Gesellschaft und nicht (ausschliesslich) von den Interessen der Aktionäre die Rede ist. Aus dem Umstand, dass die Aktionäre in Abs. 2 dieser Bestimmung ausdrücklich angesprochen sind, kann hergeleitet werden, dass die Interessen der Aktionäre nicht zwingend deckungsgleich sind mit dem Gesellschaftsinteresse.¹³⁹
- 99 Auch aus weiteren Bestimmungen ergibt sich, dass der Gesetzgeber das Gesellschaftsinteresse als von den Aktionärsinteressen gesondertes und somit selbständiges Interesse qualifiziert. Die schutzwürdigen Interessen der Gesellschaft sind ge-

¹³⁵ Vgl. zur Treuepflicht Art. 717 Abs. 1 OR.

¹³⁶ Art. 717 Abs. 1 OR.

¹³⁷ So wird eine einfache Gesellschaft definiert als vertragsmässige Verbindung von zwei oder mehreren Personen zur Erreichung eines gemeinsamen Zwecks mit gemeinsamen Kräften oder Mitteln (Art. 530 Abs. 1 OR).

¹³⁸ Vgl. VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 1 N 18. Zum US-amerikanischen Recht, nach dem eine Gesellschaft in erster Linie den Aktionären zu dienen hat, vgl. Supreme Court of Michigan (*Dodge v. Ford Motor Company*), in: 170 NW 668 (1919). Ferner KEAY, 185 ff. m.H. darauf, dass mit einzelstaatlichen Regelungen von diesem Grundsatz abgewichen werden könne.

¹³⁹ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER, Gewinnmaximierung, 226 f.; FORSTMOSER, Profit, 76 f.; vgl. DAENIKER, Verwaltungsrat, 319.

mäss Art. 697 Abs. 4 und Art. 697g Abs. 2 OR Schranke für die Ausübung der *Informationsrechte der Aktionäre*.¹⁴⁰ Je nach Schutzwürdigkeit werden die Interessen der Gesellschaft demnach höher gewichtet als das Interesse einzelner Aktionäre nach Information.¹⁴¹ Wurden bei der Gründung einer Gesellschaft aufgrund einer Missachtung von Gesetzes- oder Statutenbestimmungen Aktionärsinteressen in erheblichem Masse verletzt, werden entsprechend die Interessen der Aktionäre stärker gewichtet. Dann kann ein betroffener Aktionär gemäss Art. 643 Abs. 3 OR auf Auflösung der Gesellschaft klagen.¹⁴² Auch diese beiden Beispiele zeigen, dass der Gesetzgeber das Gesellschaftsinteresse als selbständig qualifiziert und es nicht mit den Aktionärsinteressen gleichsetzt.

Das Aktienrecht enthält ausserdem Anhaltspunkte, dass das Gesellschaftsinteresse auch die Berücksichtigung der *Interessen der Arbeitnehmer* miteinschliesst und deshalb nicht mit den Aktionärsinteressen gleichzusetzen ist. Reserven dienen nach gesetzlicher Wertung nicht nur der Deckung von Verlusten. Sie dürfen nach bisherigem Recht auch gebildet werden zur Unterstützung von Wohlfahrtseinrichtungen für Arbeitnehmer. Sie sollen unter anderem für Massnahmen verwendet werden, die geeignet sind, das Unternehmen bei schlechtem Geschäftsgang in Betrieb zu halten und der Arbeitslosigkeit entgegenzuwirken.¹⁴³ Darüber hinaus liegt

¹⁴⁰ Im Entwurf zum Aktienrecht war die Rede von «vorrangigen Interessen» der Aktiengesellschaft (vgl. Art. 697 Abs. 4, Art. 697g Abs. 2 E-OR 2016). Vgl. demgegenüber Art. 697 Abs. 4, Art. 697g Abs. 2 OR («schutzwürdige Interessen»).

¹⁴¹ SOMMER, 44. Früher gingen Lehre und Rechtsprechung bei der Interessenabwägung aus Sicht der Aktionäre von einem strengen Massstab aus. Siehe hierzu BGE 82 II 216 E. 2, S. 222, nach dem es für die Verweigerung der Einsicht genüge, wenn die Gesellschaft ihr Interesse glaubhaft mache; ZK-BÜRGI, Vor Art. 696/697 OR, N 6; SCHLUEP, 183 ff., 416 f. Gemäss heutiger Auffassung soll die Verweigerung der Auskunft die Ausnahme sein. Siehe hierzu BGE 109 II 47 E. 3.b), S. 50, nach dem die Gefährdung des Gesellschaftsinteresses «durch konkrete Vorbringen behauptet werden» muss; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, N 935.

¹⁴² Die Auflösungsklage aufgrund von Gründungsmängeln hat indes wegen der strengen Voraussetzungen, insb. wegen der kurzen dreimonatigen Verwirkungsfrist des Klagerechts nach Art. 643 Abs. 4 OR, nur eine geringe praktische Bedeutung. Siehe hierzu BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 278; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 17 N 27.

¹⁴³ Art. 671 Abs. 3, Art. 673 und Art. 674 Abs. 3 OR wurden im Rahmen der Aktienrechtsrevision revidiert. Gemäss Botschaft ist damit aber keine Änderung der Wertung von Arbeitnehmerinteressen verbunden. Aufgehoben werden sie, weil Zuwendungen zu Wohlfahrtszwecken gemäss Art. 331 OR auf andere Rechtsträger wie namentlich Personalfürsorgeeinrichtungen zu übertragen sind. Siehe hierzu BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 525.

auch die Bildung weiterer Reserven¹⁴⁴ oder freiwilliger Reserven mit Rücksicht auf das dauernde Gedeihen des Unternehmens im Interesse der Arbeitnehmer.¹⁴⁵ Diese Beispiele zeigen, dass eine Gesellschaft nach gesetzlicher Wertung nicht einzig die Interessen der Aktionäre, sondern auch diejenigen der Arbeitnehmer zu wahren hat.¹⁴⁶

bb) Rechtsprechung des Bundesgerichts

- 101 Das Bundesgericht bestätigt in seiner Rechtsprechung grundsätzlich die *Selbstständigkeit des Gesellschaftsinteresses* gegenüber dem Interesse der Aktionäre.¹⁴⁷
- 102 Das Bundesgericht hat das Unternehmensinteresse in seiner Rechtsprechung stets als wegweisend für die Tätigkeit einer Aktiengesellschaft bezeichnet. Bereits in Entscheiden unter dem alten Obligationenrecht von 1881 hielt es fest, das Aktienrecht gewährleiste unter anderem den *Schutz des Unternehmens selbst* und nicht nur der Interessen der Aktionäre und Gläubiger. Das Aktienrecht erleichtere Unternehmensgründungen, sichere den Bestand von Unternehmen und garantiere ihnen einen grösseren Handlungsspielraum in Krisenzeiten, indem es Mittel zum Erhalt oder zur Wiedergewinnung der Leistungsfähigkeit zur Verfügung stelle. Das wirtschaftliche Wohlergehen des Unternehmens sei der beste Garant für die Wahrung der Interessen der Aktionäre.¹⁴⁸ In einem späteren Entscheid verwarf das Bundesgericht ausdrücklich die interessenmonistische Theorie.¹⁴⁹

¹⁴⁴ Gemeint sind Reserven, die in Gesetz und Statuten nicht vorgesehen sind. Vgl. Art. 674 Abs. 2 OR.

¹⁴⁵ Zur Bildung weiterer Reserven nach bisherigem Recht siehe Art. 674 Abs. 2 Ziff. 2 aOR; zur Bildung freiwilliger Reserven nach neuem Recht siehe Art. 673 Abs. 2 OR; zum bisherigen Recht vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 69.

¹⁴⁶ Vgl. SOMMER, 45.

¹⁴⁷ Zur Ausnahme im Zusammenhang mit einer Einpersonen-AG siehe hinten Rz. 104.

¹⁴⁸ Zum Gesagten siehe BGE 59 II 44 E. 2, S. 48; BGE 53 II 228 E. 1, S. 231; BGE 51 II 412 E. 3, S. 427; vgl. EGGER, 346.

¹⁴⁹ BGE 95 II 157 E. 9.b), S. 163 f., mit der Begründung, die interessenmonistische Theorie trage dem Mehrheitsprinzip nicht angemessen Rechnung. Vgl. auch weitere Entscheide, in denen sich das Bundesgericht zur interessenpluralistischen Theorie bekannt hat: BGE 72 II 392 E. 6, S. 398 (Berücksichtigung der Interessen der Arbeitnehmer); BGE 105 II 114 E. 7.c), S. 129 (Interessen der Unternehmung und der beteiligten Dritten schliessen eine Auflösung praktisch aus, *obiter*); BGE 116 II 320 E. 3.b), S. 324 (gewichtiges Interesse der Arbeitnehmer und der Öffentlichkeit an der Fortführung des Unternehmens); BGer 4A_188/2007, Urteil vom 13.07.2007, E. 4.3.5 (Berücksichtigung der Interessen der Gesellschaft, der Aktionäre, der Gläubiger und der Arbeitnehmer im Rahmen der Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrats).

Auch implizit bestätigte das Bundesgericht mehrmals das Bestehen eines selbständigen Gesellschaftsinteresses. Im Zusammenhang mit der *Verantwortlichkeit von Verwaltungsratsmitgliedern* hielt es fest, es seien strenge Massstäbe anzulegen, wenn ein Verwaltungsratsmitglied im eigenen Interesse, in demjenigen von Aktionären oder von Drittpersonen statt im Interesse der Gesellschaft handle.¹⁵⁰ Darüber hinaus anerkannte es, dass das Gesellschaftsinteresse auch die Wahrung der *Interessen der Arbeitnehmer* miteinschliessen könne und dieses im Zweifelsfall den Interessen einzelner Aktionäre vorgehe.¹⁵¹ Auch aus weiteren Urteilen geht der Grundsatz der Selbständigkeit des Gesellschaftsinteresses von den Interessen der Verwaltungsratsmitglieder, der Aktionäre und Dritter hervor.¹⁵² 103

Allerdings ist gemäss dem Bundesgericht das Interesse einer *Eiںpersonens-Aktiengesellschaft* mit dem Interesse des Alleinaktionärs gleichzusetzen. Schliesse ein Organ ein Rechtsgeschäft mit einem potenziellen Interessenkonflikt im Namen der Gesellschaft ab, fehle es von vornherein an gegensätzlichen Interessen, wenn es neben dem handelnden Organ keine weiteren Aktionäre gebe.¹⁵³ Insbesondere 104

¹⁵⁰ BGE 130 III 213 E. 2.2.2, S. 219; BGE 113 II 52 E. 3a, S. 57; BGer 2C.242/2001, Urteil vom 05.03.2003, E. 3.3; BGer 4C.402/1998, Urteil vom 14.12.1999, E. 2a (= Pra 2000 Nr. 50, S. 289); zur kantonalen Rechtsprechung vgl. HGer ZH HG160283, Urteil vom 06.04.2018, E. 2.4.4.1.2; KGer LU in: JAR 2017 423, E. 7.1; KGer FR in: FZR 2015 147, E. 4a.

¹⁵¹ BGE 72 II 293 E. 4, S. 306. Das Bundesgericht hat festgehalten, dass die Generalversammlung mit dem Entscheid zum Ausbau der Personalversicherung einer Gesellschaft einer «dringlichen sozialen Pflicht gegenüber dem Personal» nachgekommen sei. Dieser Entscheid sei im Interesse der Gesellschaft und der Arbeitnehmer und habe deshalb den Interessen einzelner Aktionäre, vorliegend dem Dividendenanspruch der Prioritätsaktionäre, vorzugehen.

¹⁵² BGE 128 III 180 E. 2c, S. 183, in dem festgehalten wird, dass die Bestimmungen über die Einlage des Aktienkapitals die Lebensfähigkeit der Gesellschaft gewährleisten und somit – neben dem Aktionärs- und Gläubigerschutz – auch den Interessen der Gesellschaft dienen; BGE 99 II 55, E. 4b, S. 62, in dem das Bundesgericht erwog, ein Mehrheitsentscheid der Generalversammlung sei auch bindend, wenn er das Interesse der Mehrheit vor die Interessen der Minderheit und der Gesellschaft stelle; BGE 82 II 216 E. 2, S. 221, in dem festgehalten wird, der Aktionär dürfe bei Ausübung des Auskunftsrechts keine egoistischen, der Gesellschaft zuwiderlaufenden Interessen verfolgen; BGer 5C.275/2002, Urteil vom 03.07.2003, E. 1.4 (= Pra 2004 Nr. 27, S. 134); BGer 4C.139/2001, Urteil vom 13.08.2001, E. 2.a.bb.

¹⁵³ Zum Gesagten siehe BGE 126 III 361 E. 5.a), S. 366. In diesem Fall verpflichtete ein einzelzeichnungsberechtigter Verwaltungsrat eine Gesellschaft, von der er gleichzeitig Alleinaktionär war, zur Rückzahlung einer darlehensähnlichen Begünstigung, die ihm persönlich zugutekam. Es sei anzunehmen, das Rechtsgeschäft entspreche zugleich dem Willen der Generalversammlung und sei dementsprechend von der Vertretungs-

seien die Interessen der Gläubiger in einer solchen Konstellation nicht zu berücksichtigen, weil die beschränkte Gültigkeit von Rechtsgeschäften alleine dem Schutz der Gesellschaft diene. Ausserdem stünden den Gläubigern mit den paulianischen Anfechtungsklagen (Art. 285 ff. SchKG) und der Verantwortlichkeitsklage gegenüber Verwaltungsräten (Art. 754 OR) angemessene Rechtsbehelfe zur Durchsetzung ihrer Ansprüche zur Verfügung.¹⁵⁴ In einem jüngeren Entscheid bestätigte das Bundesgericht diese Auffassung in einer ähnlichen Konstellation.¹⁵⁵

- 105 Diese Rechtsprechung wurde in der Lehre bisweilen kritisiert.¹⁵⁶ Infrage gestellt wurde insbesondere der Verweis auf die paulianischen Anfechtungsklagen und die Verantwortlichkeitsklage. Die Gläubiger seien im Konkursfall mit diesen Rechtsbehelfen nicht gleich gut geschützt, wie wenn das fragliche Rechtsgeschäft von vornherein ungültig sei.¹⁵⁷

cc) Zusammenfassung

- 106 Aus den Anhaltspunkten im Gesetz sowie in der Rechtsprechung lässt sich herleiten, dass die Interessen der Gesellschaft grundsätzlich nicht gleichzusetzen sind mit dem Aktionärsinteresse. Einzig im Falle einer Einpersonen-Aktiengesellschaft sind gemäss – nicht unumstrittener – bundesgerichtlicher Rechtsprechung die Interessen der Gesellschaft denjenigen des Alleinaktionärs gleichzusetzen. Es scheinen demnach die interessenpluralistische Theorie und der Stakeholder-Value-Ansatz im Vordergrund zu stehen.

macht des Organs gedeckt. Anders verhalten würde es sich, wenn das Organ nur Mehrheitsaktionär wäre.

¹⁵⁴ BGE 126 III 361 E. 5.a), S. 366 f., mit Verweis auf ZOB, Vertretungsmacht, 312 f. Vgl. BGE 50 II 168 E. 5, S. 183 f., in dem die Gläubigerinteressen noch als massgeblich für das Gesellschaftsinteresse beurteilt wurden.

¹⁵⁵ BGE 144 III 388 E. 5.3.1, S. 391 f.; BGer 4A_645/2017, Urteil vom 22.08.2018, E. 6.3 (nicht publiziert in BGE 144 III 388 ff.). In diesem Fall begünstigten zwei alleinige Eigentümer einer Holding sich gegenseitig «übers Kreuz», indem sie mit einer von der Holding vollumfänglich kontrollierten Tochtergesellschaft je eine bedingte Abgangsschädigung vereinbarten. Diese Konstellation sei vergleichbar mit derjenigen eines Alleinaktionärs. Es fehle ebenfalls an gegenläufigen Interessen der Gesellschaft und des Aktionärs.

¹⁵⁶ Vgl. die unterschiedlichen Nachweise in BGE 144 III 388 E. 5.3.2, S. 392 f.

¹⁵⁷ Zum Gesagten siehe namentlich VON BÜREN/HEINZMANN, 203 ff.; LIPS-RAUBER, 60 f.; mit Bezug auf BGE 144 III 388 ff. vgl. VISCHER, Vischer 2018, 1405 f.

b) Gewinnstrebigkeit

Eine Aktiengesellschaft ist nach der gesetzlichen Grundkonzeption gewinnstrebig. 107
Verdeutlicht wird der Grundsatz der Gewinnstrebigkeit durch das Recht der Aktionäre auf einen *Anteil am Bilanzgewinn*.¹⁵⁸ Unterstrichen wird der Grundsatz durch die Regelung, wonach die Gewinnstrebigkeit nur im Rahmen der Gründungsstatuten oder nachträglich mit der Zustimmung aller Aktionäre aufgehoben werden darf.¹⁵⁹ Aus dem Gesetz geht ausserdem hervor, dass die Gründung einer Aktiengesellschaft für andere als für wirtschaftliche Zwecke eine Ausnahme sei.¹⁶⁰ Die Gewinnorientierung ist deshalb im Regelfall ein Teil des Gesellschaftsinteresses und nur ausnahmsweise nicht vom Gesellschaftsinteresse gedeckt.¹⁶¹

Das Bundesgericht hat den Grundsatz der Gewinnstrebigkeit dahingehend präzi- 108
siert, dass damit eine auf lange Sicht gewinnbringende Geschäftspolitik gemeint ist und nicht eine kurzfristige Gewinnoptimierung.¹⁶² Das dürfte erreicht werden, indem das Unternehmen langfristig solide Zahlungsströme generiert. Börsenkotierte Gesellschaften müssen in einem effizienten Kapitalmarkt auch ein Interesse an einem hohen Börsenwert haben.¹⁶³ Denn im Börsenwert sind die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Gewinnströme miteinbezogen.¹⁶⁴ Die Gewinnstrebigkeit soll also *langfristig* ausgerichtet sein.

¹⁵⁸ Vgl. Art. 660 Abs. 1 OR.

¹⁵⁹ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 4 OR.

¹⁶⁰ Vgl. Art. 620 Abs. 3 aOR *e contrario*. Die Bestimmung hielt fest, eine «Aktiengesellschaft kann *auch* für andere als wirtschaftliche Zwecke gegründet werden» [Hervorhebung hinzugefügt]. Das Wort «auch» macht deutlich, dass es sich bei Aktiengesellschaften mit ideellem Zweck um eine Ausnahme handelt. Diese Bestimmung wurde zwar gestrichen. Eine materielle Änderung ergibt sich daraus aber nicht (BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 480). Auch in der Praxis bestätigt sich dieser Grundsatz (BSK OR II-BAUDENBACHER, Art. 620, N 2). Zum Ganzen siehe SOMMER, 46.

¹⁶¹ Ausnahmsweise kann eine Aktiengesellschaft einen wirtschaftlichen Zweck haben, aber nicht gewinnstrebig sein. Zum Begriff der Gewinnstrebigkeit siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 2 N 53 ff.

¹⁶² BGE 100 II 384 E. 4, S. 393. Siehe hierzu sogleich hinten Rz. 109 ff.

¹⁶³ Zum Gesagten vgl. WATTER/SPILLMANN, 106. Zur Markteffizienzhypothese siehe hinten Rz. 337 bei und in Fn. 612.

¹⁶⁴ RUFFNER, Grundlagen, 384.

c) Nachhaltiges Gedeihen des Unternehmens

- 109 Es gibt eine Reihe von Anhaltspunkten, nach denen das schweizerische Gesellschaftsrecht dem nachhaltigen Gedeihen eines Unternehmens wohlwollend gegenübersteht.
- 110 Aus verschiedenen Gesetzesbestimmungen kann hergeleitet werden, dass eine Aktiengesellschaft auf ein *nachhaltiges Gedeihen* des ihr zugrunde liegenden Unternehmens angelegt ist. Das zeigt sich in der Pflicht der Gesellschaft zur Bildung von Reserven nach Art. 672 OR¹⁶⁵ und im Recht gemäss Art. 673 OR¹⁶⁶, neben den gesetzlichen Reserven auch statutarische oder weitere zu schaffen.¹⁶⁷ Zudem dürfen Rückstellungen gemäss Art. 960e Abs. 3 Ziff. 4 OR insbesondere gebildet werden für die Sicherung des dauernden Gedeihens des Unternehmens.¹⁶⁸ Der Gesetzgeber steht einer langfristigen Ausrichtung der Unternehmenspolitik somit auch wohlwollend gegenüber.
- 111 Auch die Verfassung enthält seit der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei» im Jahre 2013 Vorgaben zur Ausgestaltung des Aktienrechts im Sinne einer *nachhaltigen Unternehmensführung*.¹⁶⁹ Ziel der Initiative war es, mittels Stärkung der Stellung der Aktionäre in Bezug auf die Vergütungspolitik Anreize für die Unternehmensleitung zu schaffen, sich am langfristigen Unternehmenswert zu orientieren.¹⁷⁰ Das Leitbild der Nachhaltigkeit hat demnach – zumindest in Bezug auf die Vergütungspolitik von börsenkotierten Gesellschaften – Eingang in die Verfassung gefunden. Neben dem Gesetzgeber hat somit auch der Verfassungsgeber zugunsten einer nachhaltigen Gewinnstrebigkeit von Aktiengesellschaften Stellung bezogen.

¹⁶⁵ Vgl. Art. 671 aOR.

¹⁶⁶ Vgl. Art. 672 ff. aOR.

¹⁶⁷ Siehe insbesondere Art. 673 Abs. 2 OR: «Freiwillige Gewinnreserven dürfen nur gebildet werden, wenn das dauernde Gedeihen des Unternehmens unter Berücksichtigung der Interessen aller Aktionäre dies rechtfertigt.»

¹⁶⁸ Kein Anhaltspunkt für ein Bekenntnis zum dauernden Gedeihen von Aktiengesellschaften sind m.E. die Regeln zur Beschränkung der Übertragbarkeit nicht börsenkotierter Namenaktien nach Art. 685b Abs. 1 und 2 OR (a.M. SOMMER, 47). Zweck dieser Normen ist die Wahrung der wirtschaftlichen Selbständigkeit und nicht das dauernde Gedeihen des Unternehmens. Zum Normzweck siehe BSK OR II-DU PASQUIER/OERTLE/WOLF, Art. 685b, N 5.

¹⁶⁹ Vgl. Art. 95 Abs. 3 BV. Die Initiative wurde mit einem Ja-Stimmen-Anteil von 67,9% deutlich angenommen. Es war dies die dritthöchste Zustimmungsrates zu einer Volksinitiative in der Schweiz überhaupt. Siehe hierzu BBl 2013, 3129; GEMPERLI, 7.

¹⁷⁰ SG-Komm BV-HÄUSERMANN, Art. 95, N 29.

Die Gerichtspraxis bestätigt, dass eine Aktiengesellschaft in einem nachhaltigen Sinne gewinnstrebig sein soll. Das Recht des Aktionärs auf einen Anteil am Bilanzgewinn werde durch das Ermessen der Gesellschaft bei der Berücksichtigung anderer Interessen im Rahmen der Gewinnerzielung eingeschränkt. So dürfe die Gesellschaft auch eine Geschäftspolitik betreiben, die nur auf lange Sicht gewinnbringend sei.¹⁷¹ Es dürfte somit auch vom Bundesgericht akzeptiert sein, dass sich der Verwaltungsrat einer Aktiengesellschaft am *langfristigen wirtschaftlichen Gedeihen* des Unternehmens zu orientieren habe.¹⁷² 112

3. Stellungnahme

Nach der hier vertretenen Auffassung ist das Gesellschaftsinteresse das Ergebnis einer sorgfältigen Abwägung sämtlicher in einem konkreten Einzelfall berührter Interessen im Zusammenhang mit einer Gesellschaft.¹⁷³ 113

Als Ausgangspunkt und Richtschnur für die Ermittlung des Gesellschaftsinteresses dient der in den Statuten umschriebene *Gesellschaftszweck*.¹⁷⁴ Den Interessen der Aktionäre kommt somit bei der Ermittlung des Gesellschaftsinteresses eine zentrale Bedeutung zu, zumal die Aktionäre den Gesellschaftszweck bestimmen.¹⁷⁵ 114

Gleichwohl ist das Gesellschaftsinteresse nicht ohne Weiteres gleichzusetzen mit dem Interesse der Aktionäre. Bei der Interessenabwägung sind neben den Interessen der Aktionäre auch die Interessen anderer Anspruchsgruppen zu berücksichtigen.¹⁷⁶ In der Regel sind die mit einer Gesellschaft verbundenen Interessen auf die 115

¹⁷¹ Zum Gesagten siehe BGE 100 II 384 E. 4, S. 393; ebenso die Vorinstanz: OGer ZH, Urteil vom 28.01.1974, in: SAG 1976, 166 f., E. 7; BGE 54 II 19 E. 5, S. 28, in dem das Bundesgericht festhält, dem Interesse am Fortbestand des Unternehmens sei gegenüber demjenigen auf Erreichung eines baldigen Reingewinns der Vorzug zu geben.

¹⁷² Vgl. FORSTMOSER, Profit, 75, mit dem Zusatz, dass dies zumindest für volkswirtschaftlich bedeutende Publikumsgesellschaften der Fall sein dürfte.

¹⁷³ Vgl. insb. die entsprechende Auffassung von LAMBERT (siehe vorne Fn. 120).

¹⁷⁴ Vgl. BÄRTSCHI, 260 f.; GIGER, 102; VOGT/BÄNZIGER, 620. Der Gesellschaftszweck ist vom sog. Endzweck abzugrenzen. Letzterer ist die Zielsetzung der Gesellschaft im weiteren Sinne. Der Endzweck einer Aktiengesellschaft ist i.d.R. die Erzielung und Ausschüttung von Gewinnen (zum Gesagten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 8 N 46).

¹⁷⁵ ZK-BÜHLER, Art. 717 OR, N 114; GIGER, 102; vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 757; a.M. KUNZ, Minderheitenschutz, 559; LAMBERT, 5 ff.

¹⁷⁶ Diese Selbständigkeit des Gesellschaftsinteresses ergibt sich aus dem Gesetz und der Rechtsprechung. Siehe hierzu vorne Rz. 97 ff.

langfristige Existenz der Gesellschaft und die *nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts* gerichtet.¹⁷⁷ Auf diese Weise werden die Interessen aller Aktionäre und anderer Anspruchsgruppen am besten gewahrt.¹⁷⁸ Zugleich steht diese Auffassung in Einklang mit Gesetz und Rechtsprechung, aus denen sich die Selbständigkeit des Gesellschaftsinteresses und die Fokussierung auf das nachhaltige Gedeihen des Unternehmens ergeben.

- 116 Im Gesellschaftsinteresse liegt demzufolge, was der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts dient. Das macht deutlich, dass das Gesellschaftsinteresse nur ermittelt werden kann, wenn auch *rechtsökonomische Erkenntnisse* berücksichtigt werden.¹⁷⁹ Im Rahmen einer rein rechtswissenschaftlichen Auseinandersetzung lässt sich das Gesellschaftsinteresse nicht ermitteln. Es handelt sich somit um ein ökonomisch geprägtes Tatbestandsmerkmal, das eine rechtsökonomische Betrachtung unverzichtbar macht.¹⁸⁰ Das erklärt auch, weshalb sich Lehre und Rechtsprechung bislang schwertat mit der Umschreibung des Gesellschaftsinteresses.¹⁸¹
- 117 Der Gegenstand der Aktionärsloyalität ist somit die Wahrung des Gesellschaftsinteresses. Der Aktionär verhält sich nach dem Gesagten loyal, wenn er zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beiträgt. Damit ist auch gesagt, dass *unterschiedlichste Verhaltensweisen* des Aktionärs dem Leitbild der Aktionärsloyalität entsprechen können. In allgemein verbindlicher Weise lässt sich der Begriff somit kaum griffig umschreiben. Vielmehr ist die Bedeutung einzelfallweise zu konkretisieren.

¹⁷⁷ Vgl. SCHLUEP, 391, 400, gemäss dem die Aktionärsinteressen zu typisieren sind. In die Interessenabwägung fliessen nicht die tatsächlichen Interessen der Aktionäre ein, sondern das Interesse, das die Aktionäre mit Blick auf die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts vernünftigerweise haben sollten. Ferner HOFSTETTER, Expertengruppe, 7, der die nachhaltige Sicherung und Steigerung des Unternehmenswerts mit der nachhaltigen Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit gleichsetzt.

¹⁷⁸ Zum Gesagten siehe BINDER, 67; GIGER, 101 f., der beispielhaft das Interesse an einem regelmässigen Gewinn, genügendem Haftungssubstrat und einem sicheren Arbeitsplatz nennt.

¹⁷⁹ Darüber hinaus sind auch verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse von Belang.

¹⁸⁰ Vgl. HEINEMANN, 25, gemäss dem ökonomisch geprägte Tatbestandsmerkmale im Handels- und Wirtschaftsrecht häufig vorkommen.

¹⁸¹ Vgl. vorne Rz. 90 ff.

E. Keine Verpflichtung zur Aktionärsloyalität

Eine Auseinandersetzung mit der Diskussion zum Bestehen einer gesetzlichen Treuepflicht und der Zulässigkeit einer statutarischen sowie vertraglichen Treuepflicht des Aktionärs zeigt, ob der Aktionär von Gesetzes wegen zur Loyalität verpflichtet ist und inwieweit er anderweitig dazu verpflichtet werden darf. 118

1. Keine gesetzliche Treuepflicht

a) *Fehlen einer ausdrücklichen gesetzlichen Grundlage*

Das Bestehen einer gesetzlichen Treuepflicht des Aktionärs im schweizerischen Recht war lange Zeit umstritten.¹⁸² Zwar ist eine Treuepflicht von Gesellschaftern dem schweizerischen Recht nicht fremd.¹⁸³ Das Aktienrecht kennt aber *keine ausdrückliche gesetzliche Grundlage* für eine gesellschaftsrechtliche Treuepflicht der Aktionäre gegenüber der Gesellschaft.¹⁸⁴ 119

Das Schweigen des Gesetzgebers zur Treuepflicht des Aktionärs ist *kein qualifiziertes Schweigen*. Im Personengesellschaftsrecht gibt es auch keine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für eine Treuepflicht des Gesellschafters. Trotzdem ist eine solche allgemein anerkannt. Deshalb kann aus dem Schweigen des Gesetzgebers für sich gesehen nichts hergeleitet werden.¹⁸⁵ 120

¹⁸² Demgegenüber wird eine vertikale Treuepflicht des Aktionärs von der deutschen Lehre und Rechtsprechung bejaht. Eine horizontale Treuepflicht ist umstritten. Zum Gesagten siehe BGH II ZR 70/53, Urteil vom 09.06.1954, E. VII. (= BGHZ 14, 25, 38), betreffend vertikale Treuepflicht, die gemäss dem Gericht aber keine Unterordnung der eigenen Interessen erfordert; BGH II ZR 75/87, Urteil vom 01.02.1988, E. 4.a) (= BGHZ 103, 184, 194 f.), betreffend horizontale Treuepflicht der Aktionärsmehrheit gegenüber der -minderheit; BGH II ZR 205/94, Urteil vom 20.03.1995, E. A.I.1. (= BGHZ 129, 136), gemäss dem auch der Minderheitsaktionär einer horizontalen Treuepflicht unterliegt. DONNER, 52; FILLMANN, 45; FREIHERR VON SCHNURBEIN, 34 ff. m.w.H.; NODOUSHANI, 30, 47 ff.; WASTL, 18 f.

¹⁸³ So gibt es im Genossenschaftsrecht und im GmbH-Recht eine gesetzliche Treuepflicht (vgl. Art. 866 OR bzw. Art. 803 Abs. 2 Satz 1 OR).

¹⁸⁴ Vgl. demgegenüber die Treuepflicht von Aktionären im Verwaltungsrat, die sich aus der Organstellung (Art. 717 Abs. 1 OR) oder aus dem Vertragsverhältnis mit der Gesellschaft herleiten (CR CO II-CHENAUX/GACHET, Art. 680, N 13; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 209; WOHLMANN, Treuepflicht, 104, 108, 115 f., 144 f.). Zum deutschen Recht vgl. § 55 AktG/DE, der Nebenverpflichtungen der Aktionäre ausdrücklich erlaubt.

¹⁸⁵ Zum Gesagten siehe KUNZ, Informationsrecht, § 8 N 39; NENNINGER, 104.

b) Treuepflicht als Widerspruch zur beschränkten Leistungspflicht des Aktionärs

- 121 Der Aktionär hat von Gesetzes wegen *keine generelle Treuepflicht* gegenüber der Gesellschaft. Begründet wird das Fehlen einer gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht mit der *beschränkten Leistungspflicht* des Aktionärs gemäss Art. 680 Abs. 1 OR.¹⁸⁶ Diese zwingende Bestimmung beschreibt den Umfang der Leistungspflicht des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft.¹⁸⁷ Sie begrenzt im Sinne eines allgemeinen Grundsatzes die mitgliedschaftlichen Pflichten des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft auf die Liberierungspflicht.¹⁸⁸
- 122 Das Nichtbestehen einer gesetzlichen Treuepflicht kommt im Besonderen zum Ausdruck bei einer gemeinsamen Betrachtung von Art. 680 Abs. 1 OR und Art. 620 Abs. 2 OR. In der letzteren Bestimmung wird festgehalten, dass die Aktionäre «nur zu den *statutarischen Leistungen* verpflichtet» sind.¹⁸⁹ Die Bestimmung bringt zwar keine Klarheit hinsichtlich des Umfangs allfälliger statutarischer Nebenleistungspflichten. Und sie ist insofern missverständlich, als dem Aktionär namentlich durch gesetzliche Bestimmungen durchaus weitere Pflichten auferlegt werden können.¹⁹⁰ Aber sie deutet zusammen mit der Bestimmung zum Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten an, dass der Aktionär – ohne ausdrücklich anderslautende Gesetzesbestimmung – keine gesetzliche Treuepflicht hat.
- 123 Es erstaunt denn auch nicht, dass das *Bundesgericht*¹⁹¹ und die *herrschende Lehre*¹⁹² das Bestehen einer gesetzlichen Treuepflicht, verstanden als subjektive

¹⁸⁶ Statt vieler siehe MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 3 N 26.

¹⁸⁷ Sie enthält darüber hinaus ein Verbot zur statutarischen Erweiterung der gesetzlich begrenzten Leistungspflicht. Siehe hierzu im Einzelnen hinten Rz. 129.

¹⁸⁸ Zum Gesagten siehe BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 1, 1b.

¹⁸⁹ Hervorhebung hinzugefügt. Siehe auch Art. 620 Abs. 2 OR.

¹⁹⁰ Zur Missverständlichkeit von Art. 620 Abs. 2 aOR siehe auch ZK-JUNG, Art. 620 OR, N 16. Zudem können dem Aktionär auch vertragliche Pflichten auferlegt werden. Siehe hierzu im Einzelnen hinten Rz. 178 ff.

¹⁹¹ BGE 91 II 298 E. 6a, S. 305; BGer 4C.143/2003, Urteil vom 14. 10. 2003, E. 6; vgl. BGE 105 II 114 E. 7b, S. 128, mit der Formulierung, den Aktionär treffe «grundsätzlich keine Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft». Offengelassen hat das Bundesgericht die Frage der Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft in BGE 80 II 267 E. 2, S. 270; vgl. die Ansicht von HÜNERWADEL, 78, das Bundesgericht sei darin aber stillschweigend von einer Treuepflicht unter Aktionären ausgegangen.

¹⁹² ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 11; CR CO II-CHENAUX/GACHET, Art. 680, N 13; CHK-SCHMID, Art. 680 OR, N 3; LEHMANN, N 194; BLOCH, 244 f.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 22; DURRER, 9; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 42 N 9; GERMANN, 718 ff.; HABEGGER, § 6 N 39; KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 31 ff.; KUNZ, Infor-

Rechtspflicht gegenüber der Gesellschaft, der ein durchsetzbares subjektives Recht gegenübersteht, ablehnen.¹⁹³ Diese Auffassung wird mehrheitlich gestützt durch die Materialien.¹⁹⁴ Es überrascht deshalb nicht, dass sich im Gesetz keine Anhaltspunkte für allfällige Leistungs-, Unterlassungs- oder Schadenersatzklagen der Gesellschaft gegen einen Aktionär wegen fehlender Treue finden lassen.¹⁹⁵ Unabhängig davon hat der Aktionär bei der Ausübung seiner Mitgliedschaftsrechte nach dem Gebot von Treu und Glauben zu handeln und sich rechtsmissbräuchlichen Verhaltens zu enthalten.¹⁹⁶

Es wird vereinzelt die These vertreten, der Aktionär habe eine *Treuepflicht in besonderen Konstellationen*. Ein Teil der Lehre befürwortet eine Treuepflicht des Aktionärs bei besonderen Typen von Aktiengesellschaften, wie namentlich personen- oder familienbezogenen Gesellschaften.¹⁹⁷ Ein anderer Teil der Lehre spricht sich für eine gesetzliche Treuepflicht des Grossaktionärs oder Mehrheitsaktionärs aus.¹⁹⁸ Die herr-

mationsrecht, 898; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 3 N 25 f.; BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 7; RUEDIN, Sociétés, N 866; VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 16 N 780; WIDMER, Liberierung, 157, Fn. 931.

¹⁹³ Demgegenüber steht ein Teil der Lehre der Idee einer Treuepflicht des Grossaktionärs gegenüber der Minderheit wohlwollend gegenüber. Siehe hierzu mit Bezug auf das US-amerikanische Recht KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 55; vgl. VON STEIGER, Verantwortung, 707 ff.; WATTER, Minderheitenschutz, 125; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 585 ff.; a.M. BINDER, 322 f.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 773; zum deutschen Recht vgl. REUL, 260 ff. Diese Art der Treuepflicht ist indes abzugrenzen von der vorliegend untersuchten Treuepflicht zwischen Aktionär und Gesellschaft.

¹⁹⁴ BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 907, wonach die Aktionäre keiner besonderen Loyalitätspflicht gegenüber der Gesellschaft unterliegen. Diese Aussage wurde als rechtspolitische Begründung der Schranken der Informationsrechte der Aktionäre gemacht. Sie ist insofern zu relativieren. Vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 542, wonach die Aktionäre «grundsätzlich keinen Treuepflichten» unterliegen. Auf allfällige Ausnahmen von diesem Grundsatz geht der Bundesrat nicht ein. Die Formulierung kann m.E. so verstanden werden, dass der Bundesrat – entsprechend einer in der Lehre vertretenen Auffassung – eine Treuepflicht der Aktionäre in personalistisch ausgestalteten Gesellschaften nicht ausschliesst.

¹⁹⁵ BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 23.

¹⁹⁶ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 208; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, N 975; WÜRSCH, 40 ff. Zum Gebot von Treu und Glauben siehe vorne Rz. 42.

¹⁹⁷ BSK OR II-BAUDENBACHER, Art. 620, N 35, der darüber hinaus eine Treuepflicht des herrschenden gegenüber dem beherrschten Unternehmen in Konzernverhältnissen befürwortet; NENNINGER, 105, 108 ff.; WENNINGER, 96; WOHLMANN, Treuepflicht, 144 ff.

¹⁹⁸ Zur Treuepflicht des Grossaktionärs beim Aktienverkauf siehe NENNINGER, 115; HÜNERWADEL, 76 ff., 91. Zur Diskussion, ob im Einzelfall eine Treuepflicht der

schende Lehre lehnt eine gesetzliche Treuepflicht des Aktionärs aber auch in den besagten besonderen Konstellationen ab.¹⁹⁹

c) Zwischenfazit

- 125 Der Aktionär hat somit von Gesetzes wegen keine Verpflichtung zur Aktionärsloyalität. Dementsprechend ist er nicht verpflichtet, die Interessen der Gesellschaft zu wahren und seine Interessen zurückzustellen. Es erscheint vor dem Hintergrund der *kapitalistischen Grundstruktur* der Aktiengesellschaft angemessen, den Aktionär nicht über die Einlage hinaus mit vermögensmässigen oder nicht vermögensmässigen Pflichten zu belasten. Die Gesellschaft und die Mitaktionäre sind aufgrund der Verpflichtung des Aktionärs zum Handeln nach dem Gebot von Treu und Glauben angemessen geschützt.
- 126 Davon abzugrenzen sind eine allfällige Treuepflicht und die damit verbundene Haftbarkeit eines *aktiv mitwirkenden Aktionärs*, insbesondere in der Eigenschaft als (faktisches) Organ.²⁰⁰ Diese leiten sich dann aber nicht aus ihrer Aktionärsstellung, sondern aus dem jeweiligen Rechtsverhältnis, das die aktive Mitwirkung des Aktionärs begründet, ab. Das kann ein körperschaftliches Rechtsverhältnis sein, wie im Falle einer Organstellung, oder ein vertragliches.²⁰¹

2. Zulässigkeit einer statutarischen Treuepflicht?

a) Ausgangslage

- 127 Es ist umstritten, inwieweit das Gesetz die *Begründung statutarischer Pflichten* der Aktionäre verbietet. Es ist insbesondere unklar, ob die Bestimmung zur beschränkten Leistungspflicht des Aktionärs lediglich weitere finanzielle Pflichten

Mehrheitsaktionäre gegenüber dem Minderheitsaktionären besteht, vgl. WATTER, Unternehmensübernahmen, N 585 ff., mit Verweis auf die US-amerikanische Gerichtspraxis.

¹⁹⁹ Statt vieler siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 773; FORSTMOSER, Gestaltungsfreiheit, 261 f., Fn. 51.

²⁰⁰ Vgl. BGE 132 III 523 E. 4.5, S. 528 f.; BGE 128 III 92 E. 3.a), S. 93 f.; BGE 128 III 29 E. 3.a), S. 30 f. m.w.H.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 16 N 38; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 N 2; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 209.

²⁰¹ Zum Gesagten siehe auch BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 7; vgl. CR CO II-CHENAUX/GACHET, Art. 680, N 13; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 42 N 43 ff.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 209; WOHLMANN, Treuepflicht, 104, 108, 144 f., der eine Treuepflicht im Falle einer persönlichen Vertrauensstellung oder -position bejaht.

verbietet oder auch sämtliche Nebenleistungspflichten vermögensmässiger und nicht vermögensmässiger Natur wie namentlich eine Treuepflicht.

Ein Teil der Lehre spricht sich für die *Zulässigkeit statutarischer Treuepflichten* 128 der Aktionäre gegenüber der Gesellschaft aus.²⁰² Begründet wird dies mit dem Wortlaut von Art. 680 Abs. 1 OR. Die Bestimmung verbiete statutarische Leistungspflichten, aber keine statutarischen Unterlassungspflichten. Bei der Treuepflicht handle es sich aber in der Regel um eine Unterlassungspflicht. Weitergehende Unterlassungspflichten verstiesse nicht gegen die Bestimmung und seien deshalb zulässig. Eine persönliche Haftung wie auch eine Nachschusspflicht auf statutarischer Grundlage seien hingegen unzulässig.²⁰³

Die herrschende Lehre und die Rechtsprechung gehen tendenziell von der *Unzulässigkeit statutarischer Treuepflichten* 129 aus. In der Lehre wird die Ablehnung u.a. begründet mit der Kapitalbezogenheit der Aktiengesellschaft. Mit ihr gehe einher, dass der Aktionär mit der Liberierungspflicht nur eine vermögensmässige Pflicht hat.²⁰⁴ Aus der kantonalen und der bundesgerichtlichen Rechtsprechung geht hervor, dass zusätzliche finanzielle und nichtfinanzielle statutarische Pflichten vor dem Hintergrund von Art. 680 Abs. 1 OR unzulässig sind.²⁰⁵ Andeutungsweise werden auch Treuepflichten als unzulässig qualifiziert.²⁰⁶ Die herrschende Lehre

²⁰² BOHNY, 6 f.; KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 35 ff., der einen einstimmigen Generalversammlungsbeschluss voraussetzt; VISCHER/RAPP, 175, 191 f.

²⁰³ KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 38; KUNZ, Informationsrecht, 898, Fn. 249; VON BÜREN/HINTZ, 803 ff.

²⁰⁴ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 42 N 24 ff.; vgl. MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 208; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, N 975; OFK-VISCHER, Art. 680 OR, N 6.

²⁰⁵ Siehe hierzu BGE 105 Ib 406 E. 4b, S. 410 f. (Verbot zusätzlicher Leistungen zur Verlustdeckung); BGE 88 II 386 E. 3, S. 390 (Unzulässigkeit weiterer Geldleistung, insb. von Prozesskosten oder Vorschüssen); KGer SG ZZ.1998.150-P3, Urteil vom 04.01.1999, in: sic! 1999, 250, E. 2a (Unzulässigkeit statutarischer Arbeitspflichten).

²⁰⁶ Das Bundesgericht äusserte sich zweimal zur Vereinbarkeit von Konkurrenzenthaltungspflichten, die als Treuepflichten gelten (vgl. zum Inhalt der Treuepflicht vorne Rz. 43). Vgl. hierzu BGE 125 III 18 E. 4a, S. 28, in dem das Bundesgericht im Rahmen einer Umwandlung einer GmbH zu einer AG festhielt, eine Statutenklausel betreffend ein Konkurrenzverbot der Gesellschafter sei vor der Umwandlung aufzulösen; BGE 91 II 298 E. 6a, S. 305, in dem eine im Ausschluss des Bezugsrechts eines die Gesellschaft konkurrenzierenden Aktionärs bestehende Ungleichbehandlung für unzulässig erklärt wurde, weil er von Gesetzes wegen nicht zu persönlichen Leistungen und insb. nicht zur Rücksichtnahme auf die Interessen der Gesellschaft und der anderen Aktionäre verpflichtet ist.

und die Rechtsprechung gehen demnach von einem umfassenden Verständnis des Nebenleistungsverbots aus.

- 130 Eine statutarische Treuepflicht im Sinne einer *Unterlassungspflicht* könnte – unter Annahme, dass man eine Treuepflicht überhaupt anerkennt – unterschiedlich ausgestaltet werden. In der Lehre diskutiert werden namentlich ein Konkurrenzverbot²⁰⁷, eine Verschwiegenheitspflicht²⁰⁸ und eine Ausstandspflicht für Aktionäre bei Interessenkollisionen in der Generalversammlung²⁰⁹.
- 131 Die Zulässigkeit statutarischer Nebenpflichten ist mittels *Auslegung* zu ermitteln.²¹⁰ Sie ergibt sich aufgrund einer Untersuchung des Umfangs der beschränkten Leistungspflicht des Aktionärs.²¹¹ Es wird deshalb im Folgenden mittels Auslegung ermittelt, ob und inwieweit die Einführung statutarischer Pflichten, insb. einer Treuepflicht, in Widerspruch zur beschränkten Leistungspflicht steht. Die Erkenntnisse dieser Auslegung sind auch bei der Prüfung der aktienrechtlichen Zulässigkeit von Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen von Bedeutung.²¹²

b) Grammatikalische Auslegung

- 132 Die grammatikalische Auslegung von Art. 680 Abs. 1 OR lässt Raum für Interpretationen zur Frage, ob die Bestimmung eine Treuepflicht gänzlich ausschliesst.
- 133 Der Aktionär kann gemäss Art. 680 Abs. 1 OR «auch durch die Statuten nicht verpflichtet werden, mehr zu leisten als den für den Bezug einer Aktie bei ihrer Ausgabe festgesetzten Betrag». Die Bestimmung hält somit zum einen fest, dass der Aktionär *von Gesetzes wegen* keine weitere Pflicht als die Pflicht zur Liberierung hat.²¹³ Damit ist aber nicht ausgeschlossen, dass dem Aktionär unter anderem in anderen Erlassen als dem Obligationenrecht zusätzliche Pflichten auferlegt werden

²⁰⁷ Die Zulässigkeit bejahend: KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 37; VISCHER/RAPP, 175. Ablehnend: WÜRSCH, 107 ff., 116, Fn. 44.

²⁰⁸ Die Zulässigkeit bejahend: KUNZ, Informationsrecht, 898; WENNINGER, 94 ff., 133 f. (bei «atypischen Aktiengesellschaften», bei denen die persönliche Bindung der Aktionäre aufgrund aktiver Mitwirkung vergleichbar ist mit jener bei einer Personengesellschaft). Ablehnend statt vieler: FORSTMOSER, Meinungsäusserungsrechte, 88, Fn. 6.

²⁰⁹ KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 37.

²¹⁰ Vgl. zur Auslegung mittels Methodenpluralismus statt vieler BGE 139 IV 282 E. 2.4.1, S. 286.

²¹¹ Vgl. Art. 680 Abs. 1 OR.

²¹² Vgl. hinten Rz. 861 ff., 1094 ff., 1265 ff., 1423 ff.

²¹³ BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 1, 1b, 6 f.; WÜRSCH, 108.

können.²¹⁴ Zum anderen verbietet die Bestimmung, dass dem Aktionär mittels *Statutenbestimmung* weitere, über die Liberierungspflicht hinausgehende Leistungspflichten auferlegt werden.²¹⁵

Es ergibt sich nicht aus dem Wortlaut, ob sich das Verbot auch auf *nichtfinanzielle Beitragspflichten* erstreckt. Gemäss der Marginalie geht es in der Bestimmung um die generelle Leistungspflicht des Aktionärs.²¹⁶ Der Gesetzestext von Art. 680 Abs. 1 OR selbst umschreibt aber spezifisch die Liberierungspflicht und somit die finanzielle Leistungspflicht des Aktionärs.²¹⁷ Es ist demnach unklar, ob mit der Formulierung ausschliesslich finanzielle Beitragspflichten oder auch nichtfinanzielle Beitragspflichten gemeint sind. Auch im französischen und italienischen Gesetzestext bezieht sich der Begriff der Leistung auf die Liberierungspflicht und somit auf eine finanzielle Leistung.²¹⁸ Ein generelles Verbot, weitere Mitgliedschaftspflichten und insbesondere eine Treuepflicht einzuführen, ergibt sich jedenfalls nicht ausdrücklich aus dem Wortlaut.²¹⁹ 134

Es ist zudem aufgrund des Wortlauts nicht klar, ob sich das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten auch auf *Unterlassungspflichten* erstreckt. Sowohl die Marginalie als auch der Wortlaut beziehen sich ausdrücklich auf Leistungspflichten.²²⁰ Bei der Treuepflicht dürfte es in der Regel eher um eine Unterlassungspflicht als um eine Leistungspflicht gehen.²²¹ Aufgrund der grammatikalischen 135

²¹⁴ Siehe z.B. die Melde- bzw. Angebotspflicht gem. Art. 120 und Art. 135 Abs. 1 FinfraG oder die Stimm- und Offenlegungspflicht von Vorsorgeeinrichtungen gem. Art. 22 f. VegüV bzw. Art. 71a f. BVG.

²¹⁵ BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 8. Auch mittels Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschlusses dürfen dem Aktionär keine zusätzlichen Pflichten auferlegt werden (für die Nichtigkeit entsprechender Beschlüsse ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 9; CR CO II-CHENAUX/GACHET, Art. 680, N 16; DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 11 N 2; für eine Verbindlichkeit für die zustimmenden Aktionäre bzw. eine Konversion FORSTMOSER, Aktienrecht, § 15 N 223, Fn. 370; differenziert WIDMER, Liberierung, 160).

²¹⁶ Marginalie zu Art. 680 OR: «Leistungspflicht des Aktionärs».

²¹⁷ Vgl. GERICKE, Vorzugsrechte, 108.

²¹⁸ Französischer Gesetzestext: «[...] prestations excédant le montant fixé [...] pour l'acquisition de leurs titres»; italienischer Gesetzestext: «[...] prestazioni eccedenti la somma determinata dalla società per l'acquisto delle azioni [...]».

²¹⁹ Zum Gesagten siehe WÜRSCH, 108.

²²⁰ Gem. Art. 680 Abs. 1 OR kann der Aktionär nicht verpflichtet werden, «mehr zu leisten» [Hervorhebung hinzugefügt]. Zur Marginalie siehe vorne Fn. 216.

²²¹ KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 34. Zur Definition der Treuepflicht als eigentliche Unterlassungspflicht siehe vorne Rz. 43.

Auslegung ergibt sich deshalb nicht eindeutig der Ausschluss von Unterlassungspflichten.

- 136 Es gibt zwei Gründe, die trotzdem dafür sprechen, dass bereits der Wortlaut von Art. 680 Abs. 1 OR die Einführung statutarischer Unterlassungspflichten ausschliesst. Erstens enthalten auch Unterlassungspflichten eine Leistungskomponente. Oft dürfte es sich bei solchen Pflichten um *versteckte Leistungspflichten* handeln. Aktiengesellschaften sind als gewinnstrebige Gesellschaften in der Regel dem wirtschaftlichen Wettbewerb ausgesetzt. Durch ein Unterlassen verschafft der Aktionär der Gesellschaft einen wirtschaftlichen Vorteil und erbringt ihr gegenüber somit eine Leistung. Insofern wäre auch eine als Unterlassungspflicht ausgestaltete Treuepflicht vom Wortlaut des Nebenleistungsverbots erfasst, zumal sie eine Leistung zum Gegenstand hat.²²² Zweitens wird auch eine Unterlassungspflicht nach allgemeinem Obligationenrecht als Leistungspflicht bezeichnet. Je nach Leistungsinhalt spricht man von positiven Leistungspflichten, die ein Tun erfordern, und *negativen Leistungspflichten*, die ein Unterlassen oder Dulden erfordern.²²³ Unterlassungs- und Duldungspflichten, einschliesslich einer entsprechenden Treuepflicht, wären demzufolge als negative Leistungspflichten vom Wortlaut der Bestimmung erfasst und somit unzulässig.
- 137 Der Wortlaut von Art. 680 Abs. 1 OR lässt *Raum für Interpretation* hinsichtlich des Umfangs des Nebenleistungsverbots. Angesichts dessen ist der Wortlaut der Bestimmung für sich gesehen keine überzeugende Grundlage, um eine Treuepflicht des Aktionärs im Sinne einer Unterlassungspflicht grundsätzlich abzulehnen.²²⁴

²²² Zum Gesagten siehe BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 9b *in fine*. Eine Treuepflicht im Sinne einer Unterlassungspflicht verstösst auch gegen den Wortlaut von Art. 680 Abs. 1 OR, wenn die Gesellschaft nicht gewinnstrebig ist. Auch eine nicht gewinnstrebige Gesellschaft muss zur Sicherung ihres Fortbestands ihre wirtschaftliche Basis gesund erhalten. Unterlässt ein Aktionär ein bestimmtes Verhalten aufgrund einer Treuepflicht, dürfte er auch der nicht gewinnstrebigen Gesellschaft in der Regel einen wirtschaftlichen Vorteil verschaffen und somit ihr gegenüber eine Leistung erbringen. Deshalb stehen Unterlassungspflichten auch bei nicht gewinnstrebigen Gesellschaften im Widerspruch zur beschränkten Leistungspflicht.

²²³ Zum Begriff der Leistungspflicht siehe SCHWENZER/FOUNTOLAKIS, N 4.13 ff.

²²⁴ Im Ergebnis auch KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 34; ähnlich bereits NENNINGER, 104 f.; WOHLMANN, Treuepflicht, 105; a.M. VON BÜREN/HINTZ, 804 f.; WÜRSCH, 107 ff. Zum deutschen Recht vgl. WERNER, 436.

c) *Systematische Auslegung*

Die systematische Auslegung der Bestimmung spricht dafür, dass eine Treuepflicht des Aktionärs nicht zumindest nicht grundsätzlich durch das Gesetz ausgeschlossen ist.²²⁵ 138

aa) Indizien für die Zulässigkeit einer Treuepflicht

Es gibt Indizien in der Gesetzessystematik, gemäss denen das Gesetz *prima facie* 139 Raum für eine Treuepflicht lässt. Nach der *Marginalie* geht es in Art. 680 Abs. 1 OR spezifisch um die Leistungspflicht des Aktionärs. Diese Formulierung schliesst zumindest nicht ausdrücklich aus, dass Pflichten, die keine positive Leistung betreffen, wie eine Treuepflicht, zulässig sind.²²⁶ Ausserdem wurden den Aktionären in der Vergangenheit sowohl im OR als auch in anderen Gesetzen zusätzliche Pflichten auferlegt. Die zunehmenden Ausnahmen vom Grundsatz der beschränkten Leistungspflicht ändern aber nichts am Grundsatz selbst.²²⁷ Diese gehen Art. 680 Abs. 1 OR als *leges posteriores* und *leges speciales* zwar vor.²²⁸ Insofern bestätigen sie aber lediglich den Grundsatz der beschränkten Leistungspflicht. Sie sagen darüber hinaus nichts dazu aus, inwieweit zusätzliche statutarische Pflichten zulässig sind.

Die Bestimmung zum *Ausschluss der Haftung* des Aktionärs im Aussenverhältnis 140 legt nahe, dass das Nebenleistungsverbot auf Leistungen finanzieller Natur beschränkt ist. Gemäss bisheriger und künftiger gesetzlicher Regelung haften die Aktionäre für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft nicht persönlich.²²⁹ Diese Be-

²²⁵ Zum systematischen Auslegungselement vgl. statt vieler BGE 139 IV 282 E. 2.4.1, S. 286, gemäss dem namentlich auf die Bedeutung abzustellen ist, die der Bestimmung im Kontext mit anderen Normen zukommt.

²²⁶ Zum Begriff der positiven bzw. negativen Leistungspflicht siehe SCHWENZER/FOUNTOLAKIS, N 4.14 ff.

²²⁷ Zum Gesagten vgl. die börsengesetzlichen Aktionärspflichten, wie Meldepflichten (Art. 120, 134 FinfraG) und eine Angebotspflicht (Art. 135 FinfraG), die Stimm- und Offenlegungspflicht für Vorsorgeeinrichtungen (Art. 22 f. VegüV bzw. Art. 71a f. BVG) und die Meldepflichten für den Erwerb nicht kotierter Inhaberaktien (Art. 697j OR). Zu den Einschränkungen betreffend Inhaberaktien vgl. BBI 2019, 279 ff.; BURCKHARDT, Inhaberaktie, 3 ff.

²²⁸ KUNZ, Meldepflicht, 233; KUNZ, Minderheitenschutz, § 10 N 96; vgl. VON BÜREN/BÄHLER, 401. Zum Grundsatz «lex posterior derogat legi priori» statt vieler BGE 124 III 259 E. 3.b), S. 263; BGE 123 II 535 E. 2.c), S. 537.

²²⁹ Vgl. Art. 620 Abs. 2 Halbsatz 2 aOR; Art. 620 Abs. 2 OR, in dem diese ausdrückliche Feststellung gestrichen wurde. Die Aussage ist aber in Art. 620 Abs. 1 Satz 2 OR mit-enthalten.

schränkung der Haftung im Aussenverhältnis wird in Art. 680 Abs. 1 OR bestätigt, indem die persönliche Leistungspflicht des Aktionärs auch im Innenverhältnis begrenzt wird.²³⁰ Das Vermögen des Aktionärs ist dadurch geschützt vor dem Zugriff seitens der Gesellschaftsgläubiger und auch seitens der Gesellschaft.²³¹ Die beschränkte Leistungspflicht ist somit gewissermassen die «gesellschaftsinterne Kehrseite» des persönlichen Haftungsausschlusses im Aussenverhältnis.²³² Es liegt deshalb der Schluss nahe, dass auch das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten auf finanzielle Pflichten beschränkt ist.

- 141 Zudem deutet die *Umschreibung der Leistungspflicht* des Aktionärs im Gesetz darauf hin, dass das Aktienrecht eine Treuepflicht nicht generell ausschliesst.²³³ Die Bestimmung verweist in Bezug auf den Umfang der Leistungspflicht des Aktionärs ausdrücklich auf die «statutarischen Leistungen». Wäre das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten von Art. 680 Abs. 1 OR umfassend zu verstehen, gäbe es keinen Raum für die Einführung statutarischer Leistungspflichten und Art. 620 Abs. 2 OR wäre gegenstandslos. Der ausdrückliche Verweis auf statutarische Leistungspflichten deutet darauf hin, dass das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten auf finanzielle Pflichten beschränkt ist und andere Mitgliedschaftspflichten nicht generell ausschliesst.²³⁴

bb) Indizien für die Unzulässigkeit einer Treuepflicht

- 142 Ein Vergleich mit den *Bestimmungen zur GmbH* spricht demgegenüber eher für ein umfassendes Nebenleistungsverbot. Im Recht der GmbH ist die Begründung weiterer Pflichten im Gegensatz zum Aktienrecht ausdrücklich vorgesehen.²³⁵ Zudem unterliegen die Gesellschafter ausdrücklich einer Treuepflicht und einem Konkurrenzverbot.²³⁶ Daraus könnte man im Umkehrschluss folgern, dass die Begründung jedwelcher Nebenleistungspflichten und insb. einer Treuepflicht im Aktienrecht mangels ausdrücklicher gesetzlicher Grundlage nicht zulässig ist.²³⁷ Ein solcher Umkehrschluss kann aber nur gezogen werden, wenn der Gesetzgeber

²³⁰ Vgl. BLOCH, 246; NAEGELI, 15.

²³¹ Vgl. BGE 25 II 14, E. 4, S. 22; ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N2; NAEGELI, 15 f.; VON GREYERZ, 15; ähnlich BLOCH, 246.

²³² HERREN, 92; ähnlich WOHLMANN, Treuepflicht, 100.

²³³ Art. 620 Abs. 2 Halbsatz 1 aOR bzw. Art. 620 Abs. 2 OR.

²³⁴ Zum Gesagten siehe MEIER, N 291; im Ergebnis gleich WÜRSCH, 109; ähnlich MAROLDA MARTINEZ, 66.

²³⁵ Art. 772 Abs. 2, Art. 776a Abs. 1 Ziff. 1, Art. 796 f. OR; vgl. Art. 784 Abs. 2 OR.

²³⁶ Art. 803 OR.

²³⁷ Vgl. WÜRSCH, 109; ferner NAEGELI, 93.

die Frage des Verbots nichtfinanzieller Leistungspflichten nicht übersehen hat, sondern stillschweigend im negativen Sinne mitentschieden hat. Anderenfalls kann nicht von einer gesetzlichen Lücke auf ein qualifiziertes Schweigen geschlossen werden.²³⁸ Wie die historische Auslegung der Bestimmung zeigt, wurde das Nebenleistungsverbot beim Erlass umfassend verstanden.²³⁹ Der Gesetzgeber hat somit stillschweigend mitentschieden, dass im Aktienrecht auch nichtfinanzielle Nebenleistungspflichten verboten sind. Es bleibt aber auch bei einem Vergleich mit dem GmbH-Recht offen, ob Pflichten, die nicht auf eine Leistung gerichtet sind, vom Verbot mitumfasst sind oder nicht.²⁴⁰

cc) Zwischenfazit

Die systematische Auslegung erlaubt deshalb bezüglich der Zulässigkeit einer Treuepflicht, deren Inhalt in erster Linie ein Unterlassen und Dulden sein dürfte, keine definitiven Schlussfolgerungen. 143

d) *Historische Auslegung*

Die Auslegung des Obligationenrechts von 1881 und der vorangehenden Entwürfe legen den Schluss nahe, dass das Nebenleistungsverbot vom historischen Gesetzgeber umfassend verstanden wurde. Eine Treuepflicht genereller Natur oder in besonderen Konstellationen lässt sich damit kaum vereinbaren. Eine definitive Schlussfolgerung in Bezug auf die Zulässigkeit einer als Unterlassungspflicht ausgestalteten Treuepflicht lässt aber auch die historische Auslegung nicht zu. 144

aa) Vorentwürfe zum Obligationenrecht

Der Wortlaut des heute geltenden Art. 680 OR war bereits sinngemäss in den Vorentwürfen zum Bundesgesetz über das Obligationenrecht enthalten. 145

Zum einen sah eine Bestimmung im *Konkordatsentwurf* zum Obligationenrecht 1863 vor, dass die Aktionäre «[d]er Gesellschaft gegenüber [...] zu etwas Mehrerem, als zur Einzahlung des Betrages ihrer Aktien in die Gesellschaftskasse, nicht verpflichtet [...]» sind.²⁴¹ Der Wortlaut dieser Bestimmung bezieht sich aber – zumindest klarer als derjenige der geltenden Bestimmung – generell auf Pflichten 146

²³⁸ Zum Gesagten vgl. BGE 132 III 470 E. 5.1, S. 478, bei dem es um eine mutmassliche Lücke im FusG ging.

²³⁹ Siehe hinten Rz. 148.

²⁴⁰ MEIER, N 292.

²⁴¹ § 108 Abs. 2 KE-OR 1863; vgl. den gleichlautenden Art. 135 E-OR 1864.

jedwelcher Art. Er beschränkt sich weder auf weitere Leistungspflichten in Abgrenzung zu Unterlassungspflichten²⁴² noch auf finanzielle Pflichten in Abgrenzung zu Pflichten nichtfinanzieller Natur.²⁴³ Die Bestimmung wurde in den darauffolgenden Entwürfen insoweit verdeutlicht, als der Aktionär nicht verpflichtet ist, «zu den Zwecken der Gesellschaft und zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten» mehr beizutragen als den statutarisch festgesetzten Betrag.²⁴⁴ In dieser Fassung fand er Eingang in das Bundesgesetz über das Obligationenrecht 1881.²⁴⁵

- 147 Zum anderen geht auch aus dem *Entwurf für ein schweizerisches Handelsrecht* 1864 hervor, dass der Gesetzgeber weitere Nebenleistungspflichten ausschliessen wollte. Der Entwurf sah vor, dass bestimmte Aktiengesellschaften, namentlich solche mit landwirtschaftlichem Charakter, von einzelnen Bestimmungen des Aktienrechts befreit werden können.²⁴⁶ Bei landwirtschaftlich geprägten Gesellschaften, insbesondere bei Aktienkäsereien, waren weitergehende Leistungspflichten, eine – zum Teil unbeschränkte – persönliche Haftbarkeit der Mitglieder oder die Bemessung der Mitgliedschaftsrechte aufgrund der Beiträge in Naturalien üblich.²⁴⁷ Aus der Befreiung solcher atypischer Aktiengesellschaften von der Anwendbarkeit einzelner Bestimmungen in Verbindung mit der Gesetzgebungsgeschichte des Aktienrechts geht hervor, dass der historische Gesetzgeber die Haftung des Aktionärs auf einen bestimmten Geldbetrag beschränken wollte. Die Auferlegung weiterer Pflichten gegenüber der Gesellschaft sollte hingegen ausgeschlossen sein.²⁴⁸

²⁴² Das ergibt sich daraus, dass die Bestimmung im Gegensatz zu Art. 680 Abs. 1 OR das Verb «leisten» nicht enthält.

²⁴³ Das ergibt sich aus der Formulierung «zu *etwas* Mehrerem, als zur Einzahlung des Betrages» [Hervorhebung hinzugefügt], mit der angedeutet wird, dass sich das Verbot der Nebenleistungspflichten auf *nicht näher bestimmte* Pflichten erstreckt.

²⁴⁴ Vgl. Art. 646 E-OR 1871; Art. 660 E-OR 1875; Art. 660 E-OR 1877; Art. 643 E-OR 1879.

²⁴⁵ Vgl. Art. 633 OR 1881.

²⁴⁶ Art. 113 Abs. 2 E-OR 1864, der Aktienkäsereien als ein Beispiel für eine Aktiengesellschaft mit landwirtschaftlichem Charakter nennt.

²⁴⁷ Vgl. MOTIVE E-OR 1864, 333 ff. [162 ff.], mit Verweis auf verschiedene Käsereireglemente.

²⁴⁸ Zum Gesagten vgl. BGE 25 II 14 E. 4, S. 24, aus dem allerdings nicht ausdrücklich hervorgeht, inwieweit die Befreiung gewisser Aktiengesellschaften von ausgewählten Bestimmungen (Art. 113 Abs. 2 E-OR 1864) für die Beschränkung der Nebenleistungspflichten spricht.

bb) Erlass des Obligationenrechts 1881

Die amtlichen Dokumente zu den Entwürfen legen den Schluss nahe, dass beim Erlass des Aktienrechts *Verhinderung übermässiger Einschränkung* der Aktionäre im Vordergrund stand. Es gibt zwar keine konkreten Hinweise auf den Zweck des Verbots statutarischer Nebenleistungspflichten in den Motiven zum Entwurf 1864 und in der Botschaft zum Entwurf 1879. In allgemeiner Hinsicht zeigen die Ausführungen in den Motiven zum Entwurf 1864 betreffend die Haftung des Aktionärs im Falle nicht vollständig liberierter Aktien, dass die freie Handelbarkeit der Aktien wichtig war und entsprechende Einschränkungen der Aktionäre vermieden werden sollten.²⁴⁹ Auch in der Botschaft zum Entwurf 1879 kommt das Bedürfnis, den Aktionären eine möglichst freie Bewegung zu ermöglichen, zum Ausdruck.²⁵⁰ Diese Ausführungen genereller Natur legen den Schluss nahe, dass eine möglichst freie Handelbarkeit der Aktien und die Kapitalbezogenheit der Aktiengesellschaft ein zentrales Anliegen beim Erlass des Obligationenrechts waren.²⁵¹ Das spricht eher für eine umfassende Bedeutung des Nebenleistungsverbots und somit auch gegen die Zulässigkeit einer Treuepflicht. 148

cc) Revision des Obligationenrechts 1936

Im Rahmen der Revision des Obligationenrechts im Jahre 1936 wurde der Wortlaut des Nebenleistungsverbots beschränkt auf den heutigen Wortlaut von Art. 680 Abs. 1 OR. Im Entwurf war vorgesehen, die Bestimmung in seiner alten Fassung zu belassen und somit auch *nichtfinanzielle Pflichten* vom Nebenleistungsverbot mitumfasst zu belassen.²⁵² In der Botschaft wurde auf die Regeln zur GmbH und zur Genossenschaft verwiesen, die es erlauben, die Gesellschafter bzw. Genossenschafter statutarisch auch zu anderen als finanziellen Verpflichtungen anzuhalten.²⁵³ Im Parlament wurde die Bestimmung in der Fassung des Entwurfs übernommen.²⁵⁴ Die Voten im Parlament lassen vermuten, dass die Bestimmung umfassend verstanden wurde und somit auch nichtfinanzielle Pflichten vom Ne- 149

²⁴⁹ Vgl. MOTIVE E-OR 1864, 320 [137] («Die Beweglichkeit, die Loslösung von einer bestimmten Persönlichkeit, der sachliche Charakter ist nun einmal Grundzug des Aktienwesens.»).

²⁵⁰ Vgl. BOTSCHAFT OR 1879, 222.

²⁵¹ Vgl. auch MEIER, N 294.

²⁵² Vgl. Art. 680 E-OR 1928; BOTSCHAFT OR 1928, 242 f. («nicht in Geld bestehenden Leistungen»).

²⁵³ BOTSCHAFT OR 1928, 243, 273 f., 276.

²⁵⁴ StenBull SR 1931, 405 f.; StenBull NR 1934, 311.

benleistungsverbot umfasst sind.²⁵⁵ Es ging dabei um den Schutz des Aktionärs vor zusätzlicher Belastung, der erforderlich ist, weil ihm kein Austrittsrecht zukommt.²⁵⁶ Dass der Wortlaut schliesslich nach der parlamentarischen Beratung eingeschränkt wurde, vermag der Bestimmung ihren umfassenden Sinn nicht zu entziehen.

dd) Revision des Aktienrechts 1991

- 150 Im Zuge der Revision des Aktienrechts von 1991 erfuhr die Regelung des Nebenleistungsverbots *keine materielle Änderung*. Es wurde lediglich die Nummerierung bzw. die alphabetische Gliederung der Marginalie angepasst.²⁵⁷ Es wurde zwar verschiedentlich gefordert, es sollen Sonderbestimmungen für unterschiedliche Formen von Aktiengesellschaften eingeführt werden, um insbesondere den Bedürfnissen von KMU Rechnung zu tragen.²⁵⁸
- 151 Auch im Anschluss an die Revision wurde im Rahmen einer *Bedarfsanalyse* im Gesellschaftsrecht von der Einführung einer statutarischen Treuepflicht abgeraten. Die vom Vorsteher des EJPD beauftragte Groupe de réflexion «Gesellschaftsrecht» begründete ihre Haltung damit, eine Treuepflicht widerspräche dem Nebenleistungsverbot und somit dem Grundkonzept der AG.²⁵⁹ Im Übrigen sprach sie sich gegen eine formelle Zweiteilung des Aktienrechts mit gesonderten Bestimmungen für kleine und grosse Gesellschaften aus. In stark personenbezogenen Aktiengesellschaften könne eine Treuepflicht in einem Aktionärsbindungsvertrag vorgeschrieben werden.²⁶⁰

²⁵⁵ Am eindeutigsten Votum Dietschi, StenBull SR 1931, 623: «Nun ist es aber kaum angängig, dieser Mehrheit das Recht zur Auflage anderer, weitergehender Verpflichtungen der Aktionäre einzuräumen, als solche auf Einzahlung der von ihnen gezeichneten Aktien, z.B. eine Pflicht zur Abnahme oder Lieferung von Produkten auf unabsehbare Zeit.» Vgl. Votum Thalmann, StenBull SR 1931, 406; Votum Aeby, StenBull NR 1934, 283.

²⁵⁶ Vgl. BOTSCHAFT OR 1928, 243; Votum Dietschi, StenBull SR 1931, 623: Mit dem Nebenleistungsverbot «steht im Zusammenhang, daß das Aktienrecht dem Aktionär kein Austrittsrecht gewährt, ja der Gesellschaft, weil sie eine Kapitalgesellschaft ist, nicht einmal gestattet, ihm ein solches freiwillig durch Vertrag oder Statuten einzuräumen [...]»; ferner zum vergleichbaren Schutzgedanken im GmbH-Recht BOTSCHAFT OR 1928, 281.

²⁵⁷ Vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 972.

²⁵⁸ Vgl. die Übersicht in GROUPE DE RÉFLEXION «GESELLSCHAFTSRECHT», 21 ff.

²⁵⁹ Zum Gesagten siehe GROUPE DE RÉFLEXION «GESELLSCHAFTSRECHT», 37; für ein vorsichtiges Votum zugunsten der Einführung einer Treuepflicht vgl. ZK-JUNG, Art. 620 OR, 28 ff.

²⁶⁰ GROUPE DE RÉFLEXION «GESELLSCHAFTSRECHT», 25 ff.; vgl. aber DIES., 27 ff., für eine Übersicht über materielle Differenzierungen.

ee) Revision des GmbH-Rechts 2007

Ein Vergleich mit der Revision des GmbH-Rechts 2007 zeigt, dass der Begriff Nebenleistungspflicht weit zu verstehen ist. Die Revision bestätigte den Grundsatz der Zulässigkeit statutarischer Nebenleistungspflichten in der GmbH.²⁶¹ Es wurde zum ersten Mal festgehalten, dass die Pflichten der Gesellschafter in einem *Tun, Dulden oder Unterlassen* bestehen können.²⁶² Gleichzeitig wurde im Rahmen der Revision ausdrücklich der Vergleich zur Aktiengesellschaft gezogen, in der statutarische Nebenleistungs- und Nachschusspflichten eben gerade nicht vorgesehen werden können.²⁶³ In der parlamentarischen Debatte wurde im Zusammenhang mit den Nebenleistungspflichten der Gesellschafter nicht auf die Abgrenzung zur Rechtslage im Aktienrecht eingegangen.²⁶⁴ Die Übernahme der entsprechenden Bestimmungen ins GmbH-Recht entsprechend dem Entwurf zeigt, dass der Gesetzgeber den Begriff Nebenleistungspflicht weit versteht und unter anderem Unterlassungspflichten darunter subsumiert. Die Abgrenzung zur unterschiedlichen Rechtslage im Aktienrecht ist ein Indiz für die Unzulässigkeit von Nebenleistungspflichten im Aktienrecht.²⁶⁵

ff) Revision des Aktienrechts 2020

Im Rahmen der Aktienrechtsrevision 2020 erfuhr das Nebenleistungsverbot *keine Änderung*. Art. 680 OR war nicht Gegenstand der Revision. Der ursprüngliche Entwurf für ein neues Aktienrecht aus dem Jahre 2007 hätte das Nebenleistungsverbot auf deutlichere Weise umfassend beschrieben.

Zum einen wäre Art. 680 OR deutlicher formuliert worden. Die Bestimmung hätte vorgesehen, dass «für den Bezug der Aktien [...] nicht mehr gefordert werden [darf] als der bei der Ausgabe der Aktien festgesetzte Betrag».²⁶⁶ Der vorgeschlagene Wortlaut hätte diesen umfassenden Charakter des Nebenleistungsverbots klarer zum Ausdruck gebracht als die heute geltende Bestimmung, indem sie das Verb «leisten» in Verbindung mit dem Wort «mehr» nicht mehr verwendet hätte.²⁶⁷

²⁶¹ BOTSCHAFT OR 2001, 3161. Zu den gesetzlichen Grundlagen siehe vorne Fn. 235.

²⁶² BOTSCHAFT OR 2001, 3161, 3198 f.

²⁶³ BOTSCHAFT OR 2001, 3161, 3171.

²⁶⁴ Vgl. Votum Wicki bzw. Blocher, AmtlBull SR 2005, 619 bzw. 622.

²⁶⁵ A.M. MEIER, N 298, jedoch ohne Berücksichtigung der Abgrenzung zum Aktienrecht in der Botschaft.

²⁶⁶ Art. 680 Abs. 2 E-OR 2007.

²⁶⁷ Zum umfassenden Charakter des Nebenleistungsverbots vgl. auch BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2007, 1664 m.H. auf WIELAND, Statutarische Vorkaufsrechte, 154,

155 Zum anderen wäre Art. 620 OR verdeutlicht worden. Die Bestimmung hätte vorgesehen, dass «[d]en Aktionären [...] durch die Gesellschaft nur Pflichten auferlegt werden [können], die im Gesetz vorgesehen sind».²⁶⁸ Dieser Wortlaut hätte zum Ausdruck gebracht, dass die umfassende Bedeutung des Nebenleistungsverbots nur mit einer – wohl ausdrücklichen – gesetzlichen Grundlage eingeschränkt werden kann. Mit diesen beiden Änderungen wäre somit bereits aufgrund des Wortlauts klarer gewesen, dass auch negative Leistungspflichten unter das Nebenleistungsverbot fallen. Die vorgeschlagenen Änderungen waren aber im knapp zehn Jahre später vorliegenden Entwurf nicht mehr enthalten.²⁶⁹ Nach der parlamentarischen Beratung bleiben die Bestimmungen in Bezug auf das Nebenleistungsverbot in materieller Hinsicht unverändert.²⁷⁰

gg) Zwischenfazit

156 Es zeigt sich insgesamt, dass das Nebenleistungsverbot im Rahmen der Gesetzgebung als umfassend verstanden wird. Dem Aktionär dürfen nach Auffassung des Gesetzgebers ohne anderslautende gesetzliche Grundlage keine weiteren Leistungspflichten auferlegt werden. Davon erfasst sind somit *finanzielle und nicht-finanzielle Leistungen*.

157 Die historische Auslegung erlaubt indessen keine definitive Schlussfolgerung in Bezug auf die Zulässigkeit von *Unterlassungspflichten*. Die Materialien erlauben in Bezug auf die Zulässigkeit einer statutarischen Treuepflicht, die grösstenteils in einem Unterlassen und Dulden bestehen dürfte, keinen Rückschluss.²⁷¹ Sie dürften erst ins Gewicht fallen, wenn sie auf eine Unklarheit im Gesetz eine eindeutige Antwort geben, die auch im Gesetzeswortlaut zum Ausdruck kommt. Indessen er-

der das Nebenleistungsverbot als umfassend qualifiziert (Art. 680 OR schliesse nicht nur eine Nachschuss- und Nebenleistungspflicht des Aktionärs aus, «sondern überhaupt jede andere Verpflichtung als diejenige zur Bezahlung des Ausgabepreises seiner Aktie.»).

²⁶⁸ Art. 620 Abs. 1 E-OR 2007.

²⁶⁹ Vgl. BBl 2017, 704. Der Ständerat stimmte Art. 620 und Art. 680 E-OR 2007 zu (AmtlBull SR 2009, 616, 653). Aufgrund der Eidgenössischen Volksinitiative «gegen die Abzockerei» wurde die Beratung der Vorlage aber nach der Erstberatung im Ständerat sistiert (AmtlBull NR 2012, 842; AmtlBull SR 2012, 906).

²⁷⁰ Art. 620 Abs. 2 OR entspricht Art. 620 Abs. 2 Satz 1 aOR. In Art. 620 E-OR 2007 war noch eine Änderung vorgesehen.

²⁷¹ Zum Inhalt der Treuepflicht siehe vorne Rz. 43.

gibt sich aus einer historischen Auslegung gegebenenfalls die Regelungsabsicht des Gesetzgebers.²⁷²

Aus den Materialien geht *keine klare Regelungsabsicht* in Bezug auf die Zulässigkeit von Unterlassungspflichten vor dem Hintergrund des Nebenleistungsverbots hervor. In allgemeiner Hinsicht lässt sich festhalten, dass es dem Gesetzgeber im Zusammenhang mit dem Nebenleistungsverbot um die Gewährleistung der möglichst freien Handelbarkeit der Aktien und der Kapitalbezogenheit der Aktiengesellschaft ging. Entsprechende Einschränkungen sollten vermieden werden. Diese generelle Absicht spricht eher dafür, dass der Gesetzgeber den Aktionär vor weiteren, gegen seinen Willen beschlossenen Pflichten, einschliesslich einer Treuepflicht, bewahren wollte. Weil diese Absicht in Art. 680 Abs. 1 OR nicht eindeutig zum Ausdruck kommt, lässt die historische Auslegung aber keine definitiven Schlussfolgerungen zu. 158

e) Teleologische Auslegung

Anknüpfend an die Materialien²⁷³ hat das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten gemäss Art. 680 Abs. 1 OR im Wesentlichen *zwei Zwecke*. Es dient zum einen in verschiedener Hinsicht dem Schutz gegenwärtiger und zukünftiger Aktionäre vor unerwarteten Risiken. Und es dient zum anderen der Wahrung öffentlicher Interessen.²⁷⁴ Soweit statutarische Treuepflichten das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre erhöhen, sind sie vor dem Hintergrund des Nebenleistungsverbots unzulässig. 159

aa) Schutz der Aktionäre vor unerwarteten Risiken

Das Nebenleistungsverbot soll die Aktionäre vor unerwarteten und *unangemessenen Verpflichtungen* schützen, namentlich vor dem Hintergrund, dass es keine Austrittsmöglichkeiten gibt.²⁷⁵ 160

Die Pflichten des Aktionärs müssen überschaubar und angemessen beschränkt sein, weil ein Aktionär im Prinzip dauerhaft und fest an die Gesellschaft gebunden 161

²⁷² Zur entsprechenden ständigen Rechtsprechung des Bundesgerichts statt vieler BGE 122 III 324 E. 7a, S. 325; BGE 116 II 525 E. 2b, S. 527.

²⁷³ Siehe insb. die Nachweise zur Revision des Obligationenrechts 1936, vorne in Rz. 149.

²⁷⁴ Vgl. MEIER, N 305; mit einer feineren Untergliederung in vier Zwecke BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 1b.

²⁷⁵ Vgl. BLOCH, 247; BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 1b.

ist.²⁷⁶ Es muss gewährleistet werden, dass er seine Mitgliedschaft – zumindest mittels Übertragung seiner Beteiligung – beenden kann.²⁷⁷ Diese *freie Handelbarkeit* ist nur möglich, wenn der Erwerber eine Aktie durch blosser Leistung der Liberierungssumme erwerben kann und die Gewissheit hat, dass ihm keine weiteren Leistungspflichten auferlegt werden.²⁷⁸ Der Zweck des Nebenleistungsverbots liegt also in der Gewährleistung der freien Verkäuflichkeit der Aktie.²⁷⁹ Sie entschädigt den Aktionär gewissermassen für die fehlende Austrittsmöglichkeit.²⁸⁰ Und sie trägt somit zur Beschränkung des Risikos des Aktionärs bei.

- 162 Die Beschränkung des Risikos der Aktionäre ist im Weiteren erforderlich, weil ein Aktionär nur einen *beschränkten Einfluss* auf die Willensbildung der Gesellschaft hat. Angesichts der körperschaftlichen Struktur der Aktiengesellschaft nimmt der Aktionär keine Geschäftsführungsaufgaben oder Vertretung der Gesellschaft wahr. Ihm kommt lediglich aufgrund seiner Mitwirkungsrechte ein mittelbarer Einfluss daran zu.²⁸¹ Die beschränkten Einflussmöglichkeiten gebieten deshalb, dass auch das wirtschaftliche Risiko des Aktionärs entsprechend beschränkt wird.²⁸² Das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten ist somit Ausdruck der kapitalbezogenen Struktur der Aktiengesellschaft.²⁸³ Es soll ihn davor schützen, dass ihm gegen seinen Willen zusätzliche, d.h. über die Leistung des Liberierungsbetrags hinausgehende, Leistungspflichten auferlegt werden.²⁸⁴

²⁷⁶ HERREN, 93 f.; NAEGELI, 39; WÜRSCH, 113 f.

²⁷⁷ Vgl. BIERI, N 31; BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 3; DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 7 N 45; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 2 N 33; WOHLMANN, Treuepflicht, 100.

²⁷⁸ NAEGELI, 40; SANWALD, Austritt, 194; VON GREYERZ, 163; vgl. WOHLMANN, Treuepflicht, 100.

²⁷⁹ ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 13 («leichte Verkäuflichkeit»); FREI, 75 («Negotiability»); VON GREYERZ, 163 («Negotiability»); NAEGELI, 40 f.; WOHLMANN, Treuepflicht, 100; vgl. DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 7 N 43; WÜRSCH, 10.

²⁸⁰ Vgl. AppGer BS, Urteil vom 09.02.1965, in BJM 1965, 86, E. 2c; BIERI, N 31, bei und in Fn. 66; KLÄY, 471; NAEGELI, 39; WOHLMANN, Treuepflicht, 100.

²⁸¹ Zum Gesagten vgl. NAEGELI, 35, 42; WOHLMANN, Treuepflicht, 100 f.; WÜRSCH, 114, Fn. 33, mit Vergleich zur Rechtslage in Personengesellschaften und GmbH, in denen die Geschäftsführung und Vertretung nach dispositiver Regelung jedem Gesellschafter zustehen.

²⁸² Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 1 N 60; HERREN, 94 f.; NAEGELI, 35; WOHLMANN, Treuepflicht, 101; ferner BÄR, Aktuelle Fragen, 470.

²⁸³ Vgl. NAEGELI, 34 ff.; VOGT, Aktionärsdemokratie, 26 f. m.w.H.

²⁸⁴ BGE 25 II 14 E. 4, S. 23, in dem zudem der Schutz vor der Inanspruchnahme durch die Gläubiger als Zweck genannt wird.

bb) Schutz öffentlicher Interessen

Das Nebenleistungsverbot dient neben der Risikobeschränkung auch den öffentlichen Interessen der Volkswirtschaft an einem möglichst *freien Aktienverkehr*. 163

Zum einen ermöglicht die freie Handelbarkeit, dass eine Aktiengesellschaft ihre Kapitalsammelfunktion wahrnehmen kann. Die Aktiengesellschaft dient als Kapitalsammelbecken. Sie ermöglicht es einem Unternehmen, das für einen in der Regel wirtschaftlichen Zweck benötigte Kapital von einer Vielzahl von Investoren aufzunehmen.²⁸⁵ Damit eine Aktiengesellschaft als Kapitalsammelbecken für die *Finanzierung unternehmerischer Tätigkeit* funktionieren kann, muss die freie Handelbarkeit der Aktie gewährleistet sein. Ansonsten entscheidet sich ein Aktionär angesichts der fehlenden unmittelbaren Mitwirkungsmöglichkeit an der Geschäftsführung und des damit verbundenen Risikos nicht für eine Beteiligung.²⁸⁶ Die freie Handelbarkeit ist demnach wichtig für die wirtschaftliche Entwicklung der Aktiengesellschaften und somit für die Förderung der wirtschaftlichen Gesamtinteressen.²⁸⁷ 164

Zum anderen gewährleistet die freie Handelbarkeit auch die *Liquidität*, die notwendig ist, dass der Aktienmarkt auch tatsächlich funktioniert. Liquidität ist die Voraussetzung für eine effiziente Preisbildung. Ist die Liquidität zu gering, kann es sein, dass einzelne Transaktionen erhebliche Kursschwankungen auslösen und ein Aktientitel volatil wird.²⁸⁸ Eine zu grosse Liquidität kann aber zur Kurzsichtigkeit der Märkte beitragen und dadurch die langfristige Wertschöpfung von Unternehmen negativ beeinflussen. Gewisse Modelle und Marktphänomene legen deshalb eher den Schluss nahe, dass statt einer maximalen Liquidität eine optimale Liquidität angestrebt werden soll.²⁸⁹ Das Nebenleistungsverbot trägt zur möglichst freien Handelbarkeit und somit zur Liquidität bei. Es ermöglicht, dass in die renta- 165

²⁸⁵ Zum Gesagten vgl. BIERI, N 32 f.; BLOCH, 248; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 15 ff.; NAEGELI, 36; VOGT, Aktionärsdemokratie, 31, 36; VON DER CRONE, Publikumsgesellschaften, 77; WIELAND, Handelsrecht II, 47.

²⁸⁶ Die freie Handelbarkeit ist insbesondere bei börsenkotierten Gesellschaften gewährleistet. Zum Gesagten vgl. BIERI, N 33; VON GREYERZ, 16.

²⁸⁷ Vgl. ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 13; WIELAND, Handelsrecht II, 47.

²⁸⁸ Zum Gesagten vgl. BOTSCHAFT BEHG 1993, 1374 f.; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 48, gemäss dem aber auch ein stabiler Aktienkurs ein Zeichen für Illiquidität sein kann, sofern er nicht den Preis widerspiegelt, der bei einem vollkommenen Markt zustande käme; BEHG-Kommentar-ZOBL, Einleitung, N 37; ZOBL/KRAMER, § 2 N 60; zur Allokationseffizienz im Kapitalmarkt vgl. WATTER, Investorenschutz, 270.

²⁸⁹ Zum Gesagten siehe RUFFNER, Grossaktionäre, 261 f.

belsten Unternehmen investiert wird, und ist deshalb für das Funktionieren der Aktiengesellschaft und ihre gesamtwirtschaftliche Funktion zentral.²⁹⁰

cc) Bedeutung des Gesetzeszwecks in Bezug auf den Umfang des Nebenleistungsverbots

- 166 Es besteht Uneinigkeit, was die Gesetzeszwecke von Art. 680 Abs. 1 OR – die Beschränkung der Risiken der Aktionäre und die Gewährleistung einer möglichst freien Handelbarkeit – für den *Umfang des Nebenleistungsverbots* bedeutet. Weitgehend anerkannt ist, dass die Bestimmung es verbietet, dem Aktionär weitere vermögensmässige, d.h. den Liberierungsbetrag übersteigende, Pflichten aufzuerlegen.²⁹¹ Ein Teil der Lehre vertritt die Haltung, dass das Nebenleistungsverbot Verpflichtungen jedwelcher Art ausschliesst.²⁹² Ein anderer Teil der Lehre erachtet hingegen bestimmte Handlungs- und Unterlassungspflichten als zulässig.²⁹³
- 167 Die Vertreter eines differenzierten Nebenleistungsverbots erachten Nebenleistungspflichten oder andere Belastungen, wie z.B. Obliegenheiten, nicht vermögensmässiger Natur als zulässig, wenn dadurch weder unmittelbar noch mittelbar das *wirtschaftliche Risiko des Aktionärs* erhöht wird.²⁹⁴ Es sollen beispielsweise statutarische Vorkaufsrechte zulässig sein, wenn der Übertragungspreis dem Marktwert oder inneren Wert entspricht und nicht eine Übernahmeverpflichtung

²⁹⁰ Zum Gesagten siehe VOGT, Aktionärsdemokratie, 31, 36; vgl. ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 13; FREI, 75; zum deutschen Recht WIELAND, Handelsrecht II, 47; ferner NAEGELI, 40. Zur Bedeutung der Aktiengesellschaft für die Volkswirtschaft vgl. auch BARTLOMÉ, 51 f.; BSK OR II-BAUDENBACHER, Vor Art. 620, N 10; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 86 ff.

²⁹¹ Vgl. statt vieler GERICKE, Vorzugsrechte, 108; BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 9. Das ergibt sich aus dem Wortlaut und der Systematik, vgl. hierzu vorne Rz. 132 ff. und 138 ff.

²⁹² Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 19 f.; ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 9 f., 14 f., 16 ff.; CR CO II-CHENAUX/GACHET, Art. 680, N 8 ff.; FORSTMOSER, Gestaltungsfreiheit, 262 f., bei und in Fn. 51; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 42 N 28; BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 9b; VON BÜREN/HINTZ, 804 f.; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, N 975; FORSTMOSER, Schnittstelle, 377.

²⁹³ Vgl. die Nachweise zum nächsten Absatz.

²⁹⁴ HERREN, 95 f. («Grundsatz der Risikoneutralität»); WÜRSCH, 114 f. («Verbot der Einführung risikohöher Pflichten»); zur Zulässigkeit von Obliegenheiten i.S.v. Voraussetzungen für die Ausübbarkeit eines Rechts vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 20. Zum Begriff Obliegenheit siehe BK-KRAMER, Einleitung, N 113; SCHWENZER/FOUNTOULAKIS, N 4.27.

damit verbunden ist.²⁹⁵ Ebenfalls als zulässig erachtet werden statutarische Rückkaufsrechte zugunsten der Gesellschaft, soweit sie nicht an bestimmte Pflichtverletzungen der Aktionäre gebunden sind, wie z.B. die Verletzung eines Konkurrenzverbots.²⁹⁶ Darüber hinaus werden bisweilen auch eine Treuepflicht oder andere Unterlassungspflichten als zulässig erachtet mit der Begründung, es fehle ihnen der Leistungscharakter im Sinne des Nebenleistungsverbots.²⁹⁷ Nach wiederum anderer Auffassung sind statutarische Unterlassungspflichten, einschliesslich Treuepflichten, zulässig, sofern alle Aktionäre der Einführung zustimmen.²⁹⁸

Das wirtschaftliche Risiko der Mitgliedschaft muss für den Aktionär jederzeit *bestimmbar* sein.²⁹⁹ Lässt sich die Tragweite einer Verpflichtung oder Belastung nicht von vornherein abschätzen und könnte es im Falle veränderter Verhältnisse zu einer unerträglichen Belastung für den Aktionär werden, birgt sie ein erhöhtes wirtschaftliches Risiko.³⁰⁰ In Bezug auf den Umfang des Nebenleistungsverbots bedeutet dies, dass statutarische Verpflichtungen unzulässig sind, wenn deren Tragweite nicht abschätzbar ist.³⁰¹ Unerheblich ist, ob es sich dabei um eine Verpflichtung im eigentlichen Sinne oder um eine Belastung handelt; sowohl Verpflichtungen als auch Belastungen sind nur zulässig, soweit sie als risikoneutral gelten.³⁰² Im Weiteren ist unerheblich, ob die Verpflichtung oder Belastung tatsächlicher oder rechtlicher Natur ist.³⁰³ 168

²⁹⁵ Vgl. BÄR, Aktuelle Fragen, 496 f.; BAUMANN, Familienholding, 145; CR CO II-CHE-NAUX/GACHET, Art. 680, N 11; FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 28; LEHNER, 197 ff.; HERREN, 95 f.; JÄGGI, 68 ff.; BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 10; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, N 977; WEBER, Statutengestaltung, 84; a.M. MEYER, Aktionärbindungsvertrag, 422; PESTALOZZI-HENGGELER, 106; zum Ganzen auch SCHENKER, Vorkaufsrechte, 266 f.

²⁹⁶ Vgl. KÄGI, § 4 N 134. Vgl. demgegenüber zur Unzulässigkeit von Rückkaufsrechten zulasten anderer Aktionäre HABEGGER, § 11 N 48.

²⁹⁷ Zur Treuepflicht vgl. BSK OR II-BAUDENBACHER, Art. 620, 35; WOHLMANN, Treuepflicht, 101 ff.. Zur Ausstandspflicht bzw. zur Geheimhaltungspflicht vgl. KUNZ, Informationsrecht, 898, bei und in Fn. 249.

²⁹⁸ Sei es in den Gründungsstatuten oder mittels nachträglichen einstimmigen Beschlusses. Siehe hierzu KUNZ, Gesellschaftsrecht, 42 f.; DERS., Minderheitenschutz, § 8 N 36; a.M. DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 11 N 2.

²⁹⁹ BLOCH, 247; WÜRSCH, 114.

³⁰⁰ WIELAND, Handelsrecht II, 47.

³⁰¹ HERREN, 95; WÜRSCH, 114.

³⁰² HERREN, 96.

³⁰³ Unzulässig ist sowohl der tatsächliche wirtschaftliche Nachteil, der durch einen zu tiefen Übertragungswert bei einem Vorkaufsrecht entsteht, als auch der rechtliche Nach-

dd) Zwischenfazit

- 169 Die teleologische Auslegung von Art. 680 Abs. 1 OR ergibt, dass das Nebenleistungsverbot in erster Linie dem Schutz des Aktionärs vor einer Belastung mit gegen seinen Willen beschlossenen Verpflichtungen schützt. Zudem gewährleistet das Nebenleistungsverbot die möglichst freie Handelbarkeit der Aktie. Die *freie Handelbarkeit* dient zum einen ebenfalls dem Schutz der Aktionäre, indem sie ihn für das fehlende Austrittsrecht kompensiert. Zum anderen dient sie dem öffentlichen Interesse an einem möglichst freien Aktienverkehr, der die Finanzierung unternehmerischer Tätigkeit ermöglicht.
- 170 In Bezug auf den Umfang des Nebenleistungsverbots lässt sich mittels teleologischer Auslegung ein *Verbot risikoerhöhender Pflichten* aus dem Gesetz herleiten. Im Interesse der Aktionäre und der Öffentlichkeit darf die möglichst freie Handelbarkeit der Aktien nicht durch zusätzliche Pflichten eingeschränkt werden. In erster Linie sind deshalb alle zusätzlichen, d.h. über den Liberierungsbetrag hinausgehenden, vermögensmässigen Verpflichtungen des Aktionärs unzulässig. Als Leistungspflichten im Sinne des Gesetzeszwecks von Art. 680 Abs. 1 OR gelten darüber hinaus aber auch alle nicht vermögensmässigen Pflichten, sofern sie zu einer Erhöhung des wirtschaftlichen Risikos der Aktionäre führen. Im Umkehrschluss ist die Einführung statutarischer Regeln, die weder tatsächlich noch rechtlich das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre erhöhen, vom Anwendungsbereich des Nebenleistungsverbots nicht erfasst.
- 171 Eine Treuepflicht des Aktionärs steht in *Widerspruch zum Zweck des Nebenleistungsverbots*. Soweit es um eine Treuepflicht im Sinne einer Leistungspflicht geht, ist sie bereits aufgrund der historischen Auslegung des Nebenleistungsverbots unzulässig. Eine Treuepflicht im Sinne einer Unterlassungspflicht ist hingegen nicht mit dem Zweck der Risikobeschränkung vereinbar. Sie würde den Aktionär verpflichten, bei der Ausübung seiner körperschaftlichen Rechte die Interessen der Gesellschaft zu wahren und gegebenenfalls seine eigenen Interessen zurückzustellen.³⁰⁴ Soweit das Gesellschaftsinteresse es erfordert, müsste der Aktionär aufgrund einer Treuepflicht jegliches Verhalten unterlassen, das den Interessen der Gesellschaft zuwiderlaufen könnte. Er müsste es folglich auch dulden, falls die Gesellschaft mit einem bestimmten Beschluss sein wirtschaftliches Risiko erhöht. In jedem Fall aber ist das wirtschaftliche Risiko nach der Einführung einer

teil, der durch die Verknüpfung eines Rückkaufsrechts der Gesellschaft mit einem bestimmten Verhalten des Aktionärs entsteht. Vgl. zu beiden Beispielen vorne Rz. 167.

³⁰⁴ Vgl. vorne Rz. 69.

Treuepflicht für den Aktionär nicht mehr bestimmbar. Eine Treuepflicht – sei sie umfassend oder beschränkt – würde vom Aktionär in unterschiedlichen und nicht vorhersehbaren Situationen ein Unterlassen erfordern. Sofern jedoch in solchen Situationen ein Handeln erforderlich wäre, um eine Erhöhung seines wirtschaftlichen Risikos zu verhindern, belastet ihn die Treuepflicht in unzulässiger Weise.³⁰⁵ Eine Treuepflicht im Sinne einer Unterlassungspflicht widerspricht somit dem Zweck des Nebenleistungsverbots.

f) Fazit

aa) Nichtigkeit

Nach hier vertretener Auffassung kann eine Verpflichtung zur Loyalität dem Aktionär weder durch eine Statutenbestimmung noch durch einen einfachen Generalversammlungsbeschluss auferlegt werden. Als Folge des Normzwecks der *Risiko-beschränkung* sind sämtliche Nebenleistungsverpflichtungen vermögensmässiger und nicht vermögensmässiger Natur – und somit auch eine Treuepflicht – unzulässig.³⁰⁶ Auch ein einfacher Generalversammlungsbeschluss oder Verwaltungsratsbeschluss vermag dieses Verbot nicht zu durchbrechen.³⁰⁷ Diese Auffassung deckt sich – zumindest im Ergebnis – mit der Auffassung des Bundesgerichts.³⁰⁸ 172

Ungeachtet des Nichtbestehens einer gesetzlichen Treuepflicht und der Unzulässigkeit statutarischer Treuepflichten ist der Aktionär an das Gebot von *Treu und Glauben* gebunden. Als Folge davon muss der Aktionär seine Mitgliedschaftsrechte schonend ausüben und sich rechtsmissbräuchlichen Verhaltens enthalten.³⁰⁹ 173

Eine Statutenklausel, die eine Treuepflicht vorsieht, ist *nichtig*.³¹⁰ Die Eintragung einer entsprechenden Bestimmung ist vom Handelsregisterführer von Amtes we- 174

³⁰⁵ Würden es die Interessen der Gesellschaft z.B. erfordern, dass die Aktionäre einen Verkauf ihrer Beteiligung in wirtschaftlich schwierigen Zeiten, namentlich im Falle einer Sanierung, unterlassen, setzen sich die Aktionäre einem erhöhten wirtschaftlichen Risiko aus, das sich realisiert, wenn die Sanierung nicht gelingt und die Gesellschaft liquidiert und aufgelöst werden muss.

³⁰⁶ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 171.

³⁰⁷ CR CO II-CHENAUX/GACHET, Art. 680, N 5, 9; MUSTAKI/ALBERINI, 93; BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 8; vgl. ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 9.

³⁰⁸ Vgl. BGE 125 III 18 E. 4d, S. 28, in dem das Bundesgericht im Rahmen einer Umwandlung einer GmbH zu einer AG festhielt, eine Statutenklausel betreffend ein Konkurrenzverbot der Gesellschafter sei vor der Umwandlung aufzulösen.

³⁰⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 74.

³¹⁰ CR CO II-CHENAUX/GACHET, Art. 680, N 16; DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 11 N 2; VON BÜREN/HINTZ, 804, Fn. 9; a.M. FORSTMOSER, Aktienrecht, § 15

gen zurückweisen, sofern sie offensichtlich als nichtig erscheint.³¹¹ Die allfällige Eintragung der Bestimmung vermag deren Nichtigkeit nicht zu heilen.³¹² Auch ein entsprechender Generalversammlungsbeschluss ist nichtig.³¹³

bb) Konversion

- 175 Unter Umständen kann die statutarische Treuepflicht im Rahmen einer *Konversion* in eine sondervertragliche Verpflichtung umgedeutet werden.³¹⁴ Es gibt im schweizerischen Recht zwar keine ausdrückliche Regelung zur Konversion.³¹⁵ Eine Konversion ist unter vier Voraussetzungen zulässig: Erstens darf das vertragliche Ersatzgeschäft in Bezug auf seinen Tatbestand und seine Wirkungen nicht über die nichtige Statutenbestimmung hinausgehen.³¹⁶ Zweitens muss das Ersatzgeschäft einen ähnlichen Zweck und Erfolg haben wie die ungültige Statutenbestimmung. Drittens muss das Ersatzgeschäft dem hypothetischen Willen der Parteien entsprechen. Die Aktionäre müssten also das vertragliche Ersatzgeschäft auch bei Kenntnis der möglichen Ungültigkeit der Statutenbestimmung gewollt haben.³¹⁷ Und viertens darf das Ersatzgeschäft nicht auf eine Umgehung der Norm hinauslaufen, welche die Nichtigkeit begründet.³¹⁸
- 176 In Bezug auf den Erfolg der sondervertraglichen Regelung genügt es, wenn die vertragliche Vereinbarung einen ähnlichen Erfolg gehabt hätte wie die Statutenbestimmung, solange sie durch den *hypothetischen Willen* der Parteien getragen ist. Der hypothetische Wille muss sich auf die Gültigkeit des Ersatzgeschäfts und

N 223; WIDMER, Liberierung, 160, die beide von einer beschränkten Gültigkeit von Nebenleistungspflichten für die zustimmenden Aktionäre ausgehen.

³¹¹ Siehe BGE 114 II 68 E. 2, S. 70 f.

³¹² ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 16.

³¹³ ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 9; DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 11 N 2.

³¹⁴ Vgl. ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 14; CR CO II-CHENAUX/GACHET, Art. 680, N 18; WÜRSCH, 116 ff. Zur Konversion im Allgemeinen siehe BGE 93 II 439 E. 5, S. 452; BGE 25 II 14 E. 3, S. 20 f.; VON TUHR/PETER, 228 f.

³¹⁵ Vgl. demgegenüber zum deutschen Recht § 140 BGB.

³¹⁶ Zu diesem Erfordernis der Kongruenz siehe BGE 126 III 182 E. 3b, S. 184.

³¹⁷ Zum Gesagten siehe BGE 103 II 176 E. 3, S. 184; BGE 93 II 439 E. 5, S. 452 m.w.H. Der sog. «hypothetische Parteiwille» lässt sich am besten bei den Gründungsaktionären nachweisen, weil sie den Statuten einstimmig zugestimmt haben. Solange das Aktionariat unverändert bleibt, dürfte eine Konversion möglich sein (FORSTMOSER, Schnittstelle, 402; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 N 274; SANWALD, Austritt, 196).

³¹⁸ BGE 126 III 182 E. 3b, S. 184.

alle seine Rechtsfolgen erstrecken.³¹⁹ Geringfügige Abweichungen im Wirkungskreis sind nicht per se ein Hindernis für die Konversion.³²⁰ Das gilt aber nur, sofern davon ausgegangen werden kann, dass die Aktionäre auch mit einem kleineren Wirkungskreis einverstanden gewesen wären, wenn sie um die Nichtigkeit der Statutenbestimmung gewusst hätten.³²¹ Das ist regelmässig zu verneinen, wenn die Zustimmung einzelner Aktionäre davon abhinge, dass sämtliche Aktionäre, sowohl gegenwärtige als auch zukünftige, von der Regelung erfasst sind.³²²

Eine Konversion ist im Falle einer statutarischen Treuepflicht ausgeschlossen, zumal eine vertragliche Vereinbarung *nicht durch den hypothetischen Parteiwillen gedeckt* sein dürfte. Die rechtliche Natur einer vertraglichen Treuepflicht unterscheidet sich von einer entsprechenden Statutenbestimmung. An eine vertragliche Treuepflicht sind nur die direkt am Vertrag beteiligten und zustimmenden Personen gebunden.³²³ Mit einer statutarischen Treuepflicht werden nicht nur die zustimmenden Aktionäre, sondern auch alle nicht zustimmenden und künftigen Aktionäre verpflichtet. Es ist deshalb davon auszugehen, dass sich die Aktionäre mit ihrer Zustimmung für die Einführung einer Treuepflicht körperschaftlichen Charakters ausgesprochen haben. Eine Konversion einer statutarischen Treuepflicht dürfte ausgeschlossen sein, weil eine sondervertragliche Verpflichtung nur die zustimmenden, nicht aber die nicht zustimmenden und künftigen Aktionäre bindet.³²⁴ 177

3. Zulässigkeit einer vertraglichen Treuepflicht?

a) *Verträge zwischen Gesellschaft und Aktionären*

Eine Verpflichtung zur Loyalität kann den Aktionären von der Gesellschaft vertraglich auferlegt werden.³²⁵ Art. 680 Abs. 1 OR beschränkt die körperschaftlichen Pflichten des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft, nicht aber allfällige vertrags- 178

³¹⁹ WÜRSCH, 116.

³²⁰ Vgl. MEIER, N 341, betr. die Umwandlung einer statutarischen in eine vertragliche Schiedsklausel.

³²¹ Vgl. betr. statutarische Konkurrenzklauseln COTTI, N 181; WÜRSCH, 116 f.; betr. statutarische Vorkaufs- und Vorhandrechte KLÄY, 490.

³²² Vgl. WÜRSCH, 117 f., betr. statutarisches Konkurrenzverbot.

³²³ Vgl. SCHWENZER/FOUNTOULAKIS, N 4.06 f., mit Ausführungen zur Relativität der Schuldverhältnisse.

³²⁴ Vgl. KLÄY, 490; in Bezug auf ein statutarisches Verkaufsrecht SANWALD, Austritt, 196 f.

³²⁵ Zur Zulässigkeit einer vertraglichen Treuepflicht siehe BLOCH, 247 f.; CHAPPUIS, 323; COTTI, N 124; FISCHER, 27; FORSTMOSER, Aktionärbindungsverträge, 362; HINTZ-BÜHLER, 20; WÜRSCH, 51, 159 f.

rechtliche Pflichten. Das ergibt sich zum einen aus dem Wortlaut und der Gesetzes-systematik. Gemäss dem Wortlaut kann der Aktionär «auch durch die Statuten nicht verpflichtet werden, mehr zu leisten als den für den Bezug einer Aktie bei ihrer Ausgabe festgesetzten Betrag»³²⁶. Ein zusätzliches Verbot vertraglicher Verpflichtungen neben der bereits gesetzlich beschränkten Leistungspflicht hätte ausdrücklich Eingang ins Gesetz finden müssen. Ausserdem umschreibt die Bestimmung gemäss Marginalie und ihrer Einbettung im Aktienrecht die Leistungspflicht des Aktionärs in seiner mitgliedschaftlichen *Stellung als Gesellschafter*. Seine Stellung als Vertragspartner wird nicht davon erfasst.

- 179 Zum anderen ergibt sich die Zulässigkeit vertraglicher Treuepflichten auch aus dem Zweck der Bestimmung.³²⁷ Die Norm soll den Aktionär angesichts der körperschaftlichen Bindung vor übermässig belastenden (finanziellen) Verpflichtungen schützen. Eine vertragliche Verpflichtung basiert auf einem *Konsens*, verpflichtet den Aktionär persönlich und ist kündbar.³²⁸ Es ist dem Aktionär grundsätzlich unbenommen, sich über die körperschaftliche Liberierungspflicht hinaus schuldrechtlich weitergehend zu verpflichten.³²⁹
- 180 Umstritten ist die Gültigkeit von vertraglichen Verpflichtungen zwischen Gesellschaft und Aktionär, wenn sie Letzteren in seiner *Stellung als Aktionär* belasten.³³⁰ Das ist der Fall, wenn eine Verpflichtung die Mitgliedschaftsrechte des Aktionärs betrifft.³³¹ Je nach Ausgestaltung kann eine Treuepflicht die Verpflichtung enthalten, die Mitgliedschaftsrechte im Interesse der Gesellschaft auszuüben. In diesem Zusammenhang ist zu unterscheiden zwischen Stimmbindungsverträgen und Verträgen betreffend andere Mitgliedschaftsrechte.³³²

³²⁶ Art. 680 Abs. 1 OR [Hervorhebung hinzugefügt].

³²⁷ Zum Zweck der Bestimmung siehe vorne Rz. 160 ff.

³²⁸ Zum Gesagten siehe BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 8a.

³²⁹ BGE 105 Ib 406 E. 4b, S. 410 f.; BGE 80 II 267 E. 2, S. 129 f.; BGer 4C.5/2003, Urteil vom 11.03.2003, E. 2.1.2, betr. Zulässigkeit eines vertraglichen Konkurrenzverbots; BLOCH, 248, 258 f.; ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 20; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 42 N 43 ff.; MUSTAKI/ALBERINI, 94; STIRNEMANN, 585; VON BÜREN/HINTZ, 807 f.; WIDMER, Liberierung, 161.

³³⁰ Demgegenüber sind rein schuldrechtliche Vereinbarungen zwischen Gesellschaft und Aktionär, d.h. Vereinbarungen, die nicht die Aktionärsstellung als solche betreffen, aus aktienrechtlicher Sicht grundsätzlich möglich. Ausnahmsweise können sie problematisch sein, wenn sie nicht *at arm's length* abgeschlossen wurden (vgl. hierzu FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 446, 1345 ff.).

³³¹ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 442.

³³² FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 431.

Insbesondere umstritten ist die Zulässigkeit von *Stimmbindungsverträgen*. Geht man davon aus, dass der Verwaltungsrat seiner Treuepflicht nachkommt, liegt die Zustimmung der Generalversammlung zu den Anträgen des Verwaltungsrats im Interesse der Gesellschaft.³³³ Ein Teil der Lehre lehnt die Gültigkeit von Stimmbindungsverträgen ab mit der Begründung, eine Gesellschaft dürfe nicht an der Bildung ihres eigenen Willens mitwirken. Der Abschluss eines entsprechenden Vertrags sei von der Vertretungsmacht des Verwaltungsrats gemäss Art. 718a OR nicht gedeckt.³³⁴ Ein anderer Teil der Lehre spricht sich für die Zulässigkeit von Stimmbindungsverträgen aus, wenn diese in sachlicher und zeitlicher Hinsicht eng begrenzt seien.³³⁵ 181

Verpflichtungen betreffend weitere Mitgliedschaftsrechte dürften unter bestimmten Voraussetzungen zulässig sein. Infrage kommen weitere *Einschränkungen von Mitwirkungsrechten und Schutzrechten*, wie beispielsweise das Einberufungsrecht, das Antragsrecht und Informationsrechte.³³⁶ Denkbar sind auch Einschränkungen, die den Aktionär im weiteren Sinne in seiner mitgliedschaftlichen Stellung betreffen, wie z.B. eine Veräusserungsbeschränkung, wie sie bei Stillhaltevereinbarungen³³⁷ 182

³³³ Vgl. Art. 717 Abs. 1 OR. Dazu muss der Beschluss zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beitragen (vgl. hierzu vorne Rz. 115).

³³⁴ Die Zulässigkeit von solchen Vereinbarungen grundsätzlich ablehnend VON BÜREN/HINTZ, 805 f.; CR CO II-CHENAUX/GACHET, Art. 680, N 24; MARTIN, Sociétés anonymes de famille, 203; MEYER, Aktionärbindungsvertrag, 421; PICHONNAZ et al., 508; vgl. BLOCH, 239 f., der sich gegen die Zulässigkeit von Stimmbindungsverträgen ausspricht. A.M. HARTMANN/SINGER, 551 ff.; HÉRITIER LACHAT, 121; LANG, 15; MUSTAKI/ALBERINI, 94 f.; STIRNEMANN, 585; WATTER/DUBS, 26 f., mit einer Aufzählung von aus ihrer Sicht zulässigen Vereinbarungen.

³³⁵ FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, 434 ff., die einen Stimmbindungsvertrag als zulässig erachten, wenn er eine zeitlich kurz bevorstehende Generalversammlung betrifft und der Gegenstand der Abstimmung oder Wahl bei Vertragsschluss bekannt ist; HARTMANN/SINGER, 551 f.; WOLF/GABERTHÜEL, 212; vgl. WATTER/DUBS, 25 f., gemäss denen entscheidend sei, dass aufgrund derartiger Vereinbarungen die Aktionäre ihren Willen nicht dergestalt von demjenigen des Verwaltungsrats abhängig machen, dass eine «Kompetenzusurpation» vorliegt.

³³⁶ Vgl. Art. 700 OR, Art. 697–697h^{bis} OR.

³³⁷ Ein schuldrechtlicher Vertrag zwischen einer Aktiengesellschaft und einem Aktionär, durch den sich der Aktionär zu Einschränkungen betreffend Erwerb oder Veräusserung von Aktien sowie unter Umständen zu einem bestimmten Stimmverhalten verpflichtet und im Gegenzug gewisse Rechte erhält (z.B. Eintragung ins Aktienbuch, Vorschlagsrecht für die Wahl in den Verwaltungsrat) (siehe hierzu TOGNI, 35 ff.; HARTMANN/SINGER, 547 f.; WOLF/GABERTHÜEL, 212).

vorkommt.³³⁸ Solche Beschränkungen können zulässig sein, wenn sie für eine kurze Dauer gültig sind und sich auf bestimmbare Gegenstände beziehen.³³⁹ In jedem Fall dürfen Verpflichtungen, die den Aktionär in seiner mitgliedschaftlichen Stellung im weiteren Sinne treffen, nicht gegen zwingende aktienrechtliche Bestimmungen verstossen.³⁴⁰

- 183 Betreffen eine Einschränkung und eine allfällige Gewährung von Rechten im Gegenzug die Aktionärsstellung, ist der Grundsatz der *Gleichbehandlung der Aktionäre* einzuhalten. Der Grundsatz kommt auch beim Abschluss von Verträgen zur Geltung, sofern diese einen Bezug zur Aktionärsstellung haben. Die Gesellschaft muss die Rechte oder die Privilegien folglich allen Aktionären anbieten oder eine sachliche Rechtfertigung für die Ungleichbehandlung haben.³⁴¹

b) Aktionärsbindungsverträge

- 184 Treuepflichten können auch in einen Aktionärsbindungsvertrag zwischen den Aktionären aufgenommen werden. Aktionärsbindungsverträge können in Bezug auf *Erscheinungsform* und Vertragsinhalt sehr unterschiedlich sein.³⁴² Sie können als zweiseitige schuldrechtliche Verträge ausgestaltet sein oder eine einfache Gesellschaft begründen.³⁴³ Soweit ein Aktionärsbindungsvertrag nicht ausdrücklich als eine einfache Gesellschaft begründend qualifiziert wird, handelt es sich dabei um einen Innominatvertrag.³⁴⁴
- 185 Die Treuepflichten können sich bereits aus dem Zweck des Vertrags ergeben oder ausdrücklich festgeschrieben werden. Aus dem Vertragszweck ergeben sie sich, sofern der Aktionärsbindungsvertrag als *einfache Gesellschaft* qualifiziert wird und mit der Fortführung der Geschäftstätigkeit der Aktiengesellschaft zusammenhängt.

³³⁸ Vgl. BAUMANN, Familienholding, 159; HARTMANN/SINGER, 550 f.; TOGNI, N 857 ff., 877, die Veräusserungsbeschränkungen im Zusammenhang mit einem Vorhandrecht der Gesellschaft als zulässig erachten.

³³⁹ WOLF/GABERTHÜEL, 212.

³⁴⁰ FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 444; vgl. VON SALIS-LÜTOLF, N 218.

³⁴¹ Zum Ganzen siehe FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 445. Zum Gleichbehandlungsgebot siehe im Einzelnen hinten Rz. 937 ff.

³⁴² BLOCH, 46 f.; DOHM, 113; FISCHER, 23, 28; GLATTFELDER, 172a, 227a; HINTZ-BÜHLER, 17, 23 f.

³⁴³ Vgl. BGE 88 II 172 E. 2.b), S. 175, in dem ein Aktionärsbindungsvertrag als eine einfache Gesellschaft begründend qualifiziert wurde; ebenso HGer SG HG.2005.32 und HG.2006.66, Urteil vom 22.02.2008, E. 2.3; offengelassen in BGE 109 II 43 E. 2, S. 45.

³⁴⁴ FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 179.

Die Gesellschafter haben sich gemäss Art. 536 OR aller Geschäfte zu enthalten, die den Zweck der Gesellschaft vereiteln oder beeinträchtigen.³⁴⁵ Als Folge des Zwecks oder auch der ausdrücklichen Anordnung können sich die zwischen den Aktionären vereinbarten Treuepflichten auch im Verhältnis zur Gesellschaft auswirken.³⁴⁶ Wahrt der Aktionär die Interessen der Gesellschaft nicht, verstösst er – je nach Ausgestaltung – auch gegen die Treuepflicht im Aktionärsbindungsvertrag.³⁴⁷ Die gesellschaftsvertraglichen Pflichten wirken in diesem Falle indirekt auch gegenüber der Gesellschaft im Sinne eines Vertrags zugunsten Dritter.³⁴⁸

Die Treuepflichten gegenüber der Gesellschaft in einem Aktionärsbindungsvertrag können *unterschiedlicher Ausprägung* sein. Ergibt sich die Treuepflicht aus dem Zweck des Gesellschaftsvertrags, haben die Vertragsparteien als Aktionäre in allgemeiner Hinsicht die Interessen der Gesellschaft zu wahren und ihre eigenen Interessen zurückzustellen.³⁴⁹ Bestimmte Teilgehalte einer Treuepflicht können im Vertrag auch ausdrücklich festgeschrieben sein.³⁵⁰ Es dürfte im Einzelfall allerdings schwierig herauszufinden sein, ob ein bestimmtes Verhalten im Interesse der Gesellschaft liegt oder nicht. Das hängt zusammen mit der Schwierigkeit, das Gesellschaftsinteresse überhaupt zu ermitteln.³⁵¹ 186

4. Fazit

Der Aktionär ist von Gesetzes wegen nicht zur Loyalität gegenüber der Gesellschaft verpflichtet. Gemäss der gesetzlichen Ordnung schuldet er grundsätzlich nur die Leistung seiner Einlage. Das ergibt sich aufgrund der Auslegung von Art. 680 187

³⁴⁵ Zum Gesagten siehe BLOCH, 263 f.; BK-FELLMANN/MÜLLER, Art. 536 OR, 24 ff.; ZK-HANDSCHIN/VONZUN, Art. 536 OR, 20 ff.; WÜRSCH, 163, 167.

³⁴⁶ OERTLE, 92; WÜRSCH, 174.

³⁴⁷ Vgl. FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 1452, die in jeder Widerhandlung gegen die Interessen der Gesellschaft einen Verstoß gegen die Treuepflicht als einfacher Gesellschafter sehen.

³⁴⁸ Ob ein Aktionärsbindungsvertrag als echter oder unechter Vertrag zugunsten Dritter zu qualifizieren ist, ist mittels Auslegung zu ermitteln (siehe hierzu FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 1423 f.); generell zum Vertrag zugunsten Dritter siehe SCHWENZER/FOUNTOULAKIS, N 86.01 ff. m.w.H.

³⁴⁹ Zu dieser Konstellation vgl. vorne Rz. 185.

³⁵⁰ FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, 1157 f., 1453, 1459 ff. Mit einer Geheimhaltungspflicht können die Aktionäre verpflichtet werden, keine vertraulichen Informationen über die Gesellschaft preiszugeben. Mit einem Konkurrenzverbot können die Aktionäre verpflichtet werden, eine Konkurrenzierung der Gesellschaft zu unterlassen.

³⁵¹ Zum Begriff des Gesellschaftsinteresses siehe vorne Rz. 90 ff.

Abs. 1 OR zur beschränkten Leistungspflicht des Aktionärs. Die verschiedenen Ausnahmen in neueren und besonderen Gesetzen ändern nichts an diesem Grundsatz.³⁵²

- 188 Darüber hinaus darf der Aktionär auch nicht auf statutarischer Grundlage zur Loyalität gegenüber der Gesellschaft verpflichtet werden. Zwar spricht der Wortlaut von Art. 680 Abs. 1 OR für sich gesehen nicht gegen die Einführung weiterer Unterlassungspflichten, wie es eine Treuepflicht auf den ersten Blick ist. Jedoch dürfte auch eine Treuepflicht im Sinne einer Unterlassungspflicht gegenüber einer gewinnstrebigen Gesellschaft stets eine wirtschaftliche Leistung zur Folge haben. Der Zweck der Bestimmung – die Beschränkung des finanziellen Risikos des Aktionärs – schliesst die Einführung einer statutarischen Verpflichtung zur Loyalität aus.³⁵³ Eine Förderung und Begünstigung von Aktionärsloyalität mittels statutarischer Regelung ist somit höchstens denkbar in Form einer Obliegenheit, die das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre nicht erhöht.³⁵⁴
- 189 Der Aktionär darf hingegen vertraglich zur Loyalität gegenüber der Gesellschaft verpflichtet werden. Die Gesellschaft darf entsprechende Verträge mit den Aktionären nur in engen Grenzen abschliessen. Eine vertragliche Loyalitätspflicht dürfte den Aktionär in der Regel verpflichten, die Mitgliedschaftsrechte im Interesse der Gesellschaft auszuüben. Verpflichtungen, die den Aktionär in seiner mitgliederschaftlichen Stellung belasten, können zulässig sein, wenn sie nicht gegen zwingende aktienrechtliche Bestimmungen verstossen sowie in zeitlicher und gegenständlicher Hinsicht beschränkt sind. Darüber hinaus können die Aktionäre in einem reinen Aktionärsbindungsvertrag untereinander Verpflichtungen zur Loyalität gegenüber der Gesellschaft festschreiben.³⁵⁵

III. Zusammenfassung

A. Loyalität

- 190 Der Begriff Loyalität mag weithin gebräuchlich sein, wird aber je nach wissenschaftlichem Kontext unterschiedlich verstanden. Abzustellen ist in erster Linie auf das *rechtswissenschaftliche Begriffsverständnis* von Loyalität im Sinne der In-

³⁵² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 139.

³⁵³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 172.

³⁵⁴ Vgl. im Einzelnen hinten Rz. 891 (Loyalitätsdividenden), Rz. 1108 (Loyalitätsbezugsrechte), Rz. 1276 (Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht) und Rz. 1434 (Loyalitätsoptionen).

³⁵⁵ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 185.

teressenwahrung. Im rechtlichen Sinne treu oder loyal verhält sich, wer seine eigenen Interessen hinter die Interessen von Dritten innerhalb eines Rechtsverhältnisses zurückstellt und Letztere im Rahmen des Zwecks des entsprechenden Rechtsverhältnisses wahrt.³⁵⁶ In der vorliegenden Arbeit geht es namentlich um die Frage der Zulässigkeit aktienrechtlicher Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und deren Bezug zum Begriff der Loyalität. Die Betrachtung ist somit eine rechtswissenschaftliche.

Das Begriffsverständnis von *Loyalität in anderen Wissenschaftsdisziplinen* trägt 191 aber zum besseren Verständnis von Loyalität im rechtswissenschaftlichen Sinne bei. Die Wortherkunft von Loyalität bekräftigt deren Gleichsetzung mit dem Begriff der Treue im rechtswissenschaftlichen Sinne.³⁵⁷ Auch das philosophische Begriffsverständnis umfasst die Unterordnung der eigenen Interessen unter diejenigen des Objekts der Loyalität und lässt somit eine Parallele zum rechtswissenschaftlichen Begriffsmerkmal der Interessenwahrung erkennen.³⁵⁸ Und das ökonomische Begriffsverständnis stellt einen Zusammenhang zwischen Loyalität und der Dauer der Beziehung einer Person zu einer Organisation her.³⁵⁹ Die interdisziplinären Bezüge helfen, den der vorliegenden Untersuchung zugrunde liegenden Begriff von Loyalität präziser zu umschreiben. Insbesondere ist das ökonomische Begriffsverständnis von Loyalität der Ausgangspunkt zur Beantwortung der Frage, ob auch aus rechtswissenschaftlicher Sicht ein Zusammenhang zwischen der Dauer der Aktionärsbeteiligung und der Loyalität besteht. Der Einbezug interdisziplinärer Überlegungen ist somit erforderlich für das Verständnis von Loyalität und die Untersuchung des Zusammenhangs zwischen der Dauer der Aktionärsbeteiligung und der Loyalität.³⁶⁰

B. Aktionärsloyalität

Aktionärsloyalität bedeutet die Loyalität der Aktionäre gegenüber der Gesellschaft 192 im Rahmen des körperschaftlichen Mitgliedschaftsverhältnisses. Loyal verhält sich ein Aktionär (Subjekt der Loyalität), wenn er in der Ausübung seiner Mitgliedschaftsrechte und der Erfüllung seiner Mitgliedschaftspflichten die Interessen der Gesellschaft (Objekt der Loyalität) in guten Treuen wahrt und seine eigenen

³⁵⁶ Siehe vorne Rz. 43.

³⁵⁷ Siehe vorne Rz. 54.

³⁵⁸ Siehe vorne Rz. 55.

³⁵⁹ Siehe vorne Rz. 49.

³⁶⁰ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 59.

Interessen zurückstellt, wo immer diese nicht mit denjenigen der Gesellschaft parallel laufen.³⁶¹

- 193 Entscheidend bei der Beurteilung, ob sich ein Aktionär gegenüber der Gesellschaft loyal verhält, ist somit dessen Verhalten und nicht dessen Geisteshaltung, wie das philosophische Begriffsverständnis von Loyalität vermuten liesse. Es bedarf ausserdem keiner besonderen sozialen Beziehung zum Objekt der Loyalität. Die körperschaftliche Rechtsbeziehung zur Gesellschaft genügt. Gleichwohl drückt sich die Loyalität im philosophischen Sinne – die aufrichtige und anhaltende Hingabe zum Objekt der Loyalität – auch in der Unterordnung der eigenen Interessen unter diejenigen des Objekts der Loyalität aus. Der Kern der Aktionärsloyalität steht somit in einem Zusammenhang zur Loyalität im philosophischen Sinne.³⁶²
- 194 Worin die Interessen der Gesellschaft liegen, ist im Rahmen einer Abwägung sämtlicher in einem konkreten Einzelfall berührter Interessen im Zusammenhang mit einer Gesellschaft zu ermitteln. In der Regel sind die mit einer Gesellschaft verbundenen Interessen auf die langfristige Existenz der Gesellschaft und die *nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts* gerichtet. Mit anderen Worten verhält sich ein Aktionär gegenüber der Gesellschaft loyal, wenn er bei der Ausübung seiner Mitgliedschaftsrechte und der Erfüllung seiner Mitgliedschaftspflichten zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beiträgt.³⁶³
- 195 Ob die Aktionärsloyalität in diesem Sinne mit der Loyalität im ökonomischen Sinne übereinstimmt, muss erst noch hergeleitet werden. Im ökonomischen Sinne loyal verhält sich ein Aktionär, wenn er seine mitgliedschaftliche Beziehung zur Aktie auch im Falle eines Leistungsabfalls aufrechterhält, während nicht loyale Aktionäre ihre Anteile bereits verkaufen. Ob und inwieweit langfristige Aktionärsbeteiligungen auch dem rechtswissenschaftlichen Verständnis von Aktionärsloyalität entsprechen, wird im folgenden Kapitel erörtert.³⁶⁴
- 196 Der Aktionär ist von Gesetzes wegen nicht zur Wahrung der Gesellschaftsinteressen verpflichtet. Vielmehr erschöpfen sich seine körperschaftlichen Pflichten in der Leistung seiner Einlage. Auch über die Statuten darf den Aktionären keine Verpflichtung zur Loyalität auferlegt werden. Eine entsprechende Statutenklausel wäre nichtig. Allenfalls denkbar ist die Konversion der statutarischen Verpflichtung in sondervertragliche Verpflichtungen der Aktionäre. Unabhängig davon kön-

³⁶¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 89.

³⁶² Zum philosophischen Begriffsverständnis von Loyalität siehe vorne Rz. 35 ff.

³⁶³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 116 f.

³⁶⁴ Siehe im Einzelnen hinten Rz. 554.

nen die Aktionäre in eingeschränktem Rahmen vertraglich zur Loyalität gegenüber der Gesellschaft verpflichtet werden. Trifft die Gesellschaft mit den Aktionären entsprechende Vereinbarungen und belasten diese den Aktionär in seiner mitglied-schaftlichen Stellung, ist insbesondere der Grundsatz der Gleichbehandlung zu wahren.³⁶⁵

³⁶⁵ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 119 ff.

§ 2 Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen

In diesem Kapitel wird der Zusammenhang zwischen dem Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und dem entwickelten Leitbild der Aktionärsloyalität aufgezeigt. Zugleich werden damit die Grundlagen für die Erarbeitung von Konzepten zur Verwirklichung des Ziels gelegt. 197

In der vorliegenden Untersuchung geht es um sogenannte Loyalitätsaktien als Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.³⁶⁶ Die Verwendung des Begriffs Loyalität im Zusammenhang mit solchen Konzepten impliziert, dass eine langfristige Aktionärsbeteiligung dem *Leitbild der Aktionärsloyalität* entspricht. Mit dieser Begriffsverwendung scheinen die Lehre und der Gesetzgeber davon auszugehen, dass ein langfristig beteiligter Aktionär ein loyaler Aktionär sei, mithin dass er mit seiner langfristigen Beteiligung die Interessen der Gesellschaft wahre.³⁶⁷ In diesem Kapitel wird aufgezeigt, ob diese Annahme richtig ist. 198

Bevor eine Auseinandersetzung mit den Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen erfolgen kann, ist das mit ihnen verfolgte Ziel zu erörtern. Für die Erörterung des Ziels und für die Konzeptentwicklung bietet sich eine Vorgehensweise analog der *Methode der Rechtsetzung* an (I.). Ausgangspunkt der Zielerörterung ist der Interessenkonflikt zwischen den langfristigen Planungsbedürfnissen der Gesellschaft und den gegebenenfalls kurzfristigen Anlagebedürfnissen der Aktionäre. Der Impuls, diesen Interessenkonflikt mit einer Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zu entschärfen, kommt von der Politik und der Unternehmenspraxis (II.). Damit die zu entwickelnden Konzepte ihr Ziel erreichen, müssen die geltende Rechtsordnung sowie die gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Vorgegebenheiten analysiert werden, das heisst, es muss der Ist-Zustand aufgenommen werden (III. und IV.). Erst danach wird ersichtlich, wo Gestaltungsspielraum für neue Konzepte besteht, welche Grenzen ihnen gesetzt sind, was bereits geregelt ist und welche Mittel sich zur Beeinflussung künftigen Geschehens eignen. Sodann wird die Zielsetzung überprüft und präzisiert (V.). Dabei wird sich zeigen, dass das Ziel der Förderung und Be- 199

³⁶⁶ Man könnte in diesem Zusammenhang auch von Loyalitätsaktien als Regulierungsinstrument und von der Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligung als Regulierungsziel sprechen. Vgl. hierzu HELLGARDT, 493.

³⁶⁷ Zur Begriffsverwendung siehe hinten Rz. 621 ff.

günstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen dem Leitbild der Aktionärsloyalität entspricht. Das formulierte Ziel kann somit aus aktienrechtlicher Sicht legitim sein (VI.).

I. Methodisches Vorgehen bei der Zielermittlung

- 200 Im vorliegenden Kapitel geht es um die *Umschreibung eines Regelungsziels* – der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen – als Grundlage für die Umsetzung verschiedener Konzepte von Loyalitätsaktien. Der Formulierung eines Regelungsziels geht unter anderem eine Problemanalyse voraus. Damit das dem Regelungsziel zugrunde liegende Problem richtig und gründlich erfasst wird, ist ein *methodisches Vorgehen* erforderlich. Es bietet sich ein Vorgehen analog der Methode der Rechtsetzung an (A.). Dieses folgt einem klaren Verfahren zur Aufnahme des Ist-Zustands der Regelung und der Ermittlung des Soll-Zustands der Regelung, der mit dem Ziel erreicht werden soll (B.).

A. Ermittlung des Ziels analog der Methode der Rechtsetzung

- 201 Die Methode der Rechtsetzung bietet sich an, um das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen möglichst genau zu umschreiben. Die Methode ist «[. . .] die richtige Art des Vorgehens, um zu einem Ziele zu gelangen».³⁶⁸ Um Regeln qualitativ zu verbessern, bedarf das methodische Vorgehen der *Interdisziplinarität und Rechtsvergleichung*.³⁶⁹ Interdisziplinarität ist erforderlich, weil sich die Probleme, derer sich die Rechtsetzung annehmen soll, nicht einer einzigen Disziplin zuordnen lassen.³⁷⁰ Das zeigt sich auch bei der vorliegenden Untersuchung, die insbesondere rechtsökonomische Überlegungen erfordert. Ein rechtsvergleichender Ansatz ist erforderlich, weil dadurch verschiedene Lösungsmöglichkeiten sowie deren Vor- und Nachteile aufgezeigt werden können.³⁷¹

³⁶⁸ BURCKHARDT, Methode, 13.

³⁶⁹ Grundlegend zur Interdisziplinarität in der Rechtsetzung RICHLI, 6 ff.. Grundlegend zur Bedeutung der Rechtsvergleichung in der Rechtsetzung NOLL, 88 ff.; TRIFFERER, 121 ff.; vgl. UHLMANN, 787 ff., mit möglichen Lösungsansätzen für mehr Interdisziplinarität in der schweizerischen Gesetzgebung.

³⁷⁰ RICHLI, 10.

³⁷¹ MÜLLER/UHLMANN, N 138.

Um möglichst belastbare Konzepte zur Verwirklichung des Ziels der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zu entwickeln, eignet sich eine an die Methode der Rechtsetzung angelehnte Vorgehensweise. Sie folgt *überprüfbaren Regeln* und ist in unterschiedliche Phasen aufgeteilt. Sie dient dazu, ein Regelungsziel präzise zu umschreiben und die zu seiner Umsetzung entwickelten Konzepte auf ihre Wirksamkeit zu überprüfen.³⁷² Ein methodisches Vorgehen reduziert die Wahrscheinlichkeit von Fehlbeurteilungen und erlaubt aufgrund ihrer Nachvollziehbarkeit eine kritische Auseinandersetzung mit den entwickelten Konzepten und der ihr zugrunde liegenden Zielsetzung.³⁷³ 202

Es ist deshalb angemessen, das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen in diesem Kapitel anhand einer Aufnahme des Ist-Zustands zu überprüfen und die entsprechenden Konzepte im folgenden Kapitel einer prospektiven Evaluation zu unterziehen.³⁷⁴ 203

B. Vorgehen

Analog zum Rechtsetzungsverfahren wird bei der Umschreibung des Ziels der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und der Entwicklung der Konzepte nach den folgenden *Phasen* vorgegangen: Impulsgebung als Anstoss für ein Rechtsetzungsverfahren, Aufnahme des Ist-Zustands, Problemanalyse, Konzeptentwicklung, Publikation und Kontrolle der Wirkungen.³⁷⁵ Die Problemanalyse kann unterteilt werden in die Phasen der Problemdefinition und die Zielfestlegung oder -präzisierung.³⁷⁶ Sie ist insofern eng mit der Aufnahme des 204

³⁷² Zu den Vorgaben zur Überprüfung der Wirksamkeit von Massnahmen des Bundes vgl. Art. 170 BV. Die Verfassungsbestimmung wurde mit dem Inkrafttreten des ParlG am 1. Dezember 2003 und insb. Art. 27 ParlG umgesetzt. Würde sich der Gesetzgeber einer solchen Regelung annehmen, müsste er die Wirksamkeit der Konzepte anhand der Kriterien der Effektivität und der Wirksamkeit i.e.S. sowie anhand des Kosten-Nutzen-Verhältnisses überprüfen (zum Gesagten siehe MADER, 54). Zudem müsste eine Regulierungsfolgenabschätzung vorgenommen werden, weil die Umsetzung der Konzepte gegebenenfalls die Revision eines Bundesgesetzes erfordern würde (vgl. Art. 141 ParlG).

³⁷³ Zum Gesagten siehe MÜLLER/UHLMANN, N 43.

³⁷⁴ Zu den Konzepten siehe hinten Rz. 581 ff.

³⁷⁵ Vgl. BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 10, 52; MÜLLER/UHLMANN, N 101. Zur Impulsgebung in der vorliegenden Untersuchung siehe hinten Rz. 222 ff.; zur Problemanalyse siehe hinten Rz. 486 ff.

³⁷⁶ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, 106 ff.

Ist-Zustands verwoben, als das Problem sich aus der Differenz zwischen dem Ist- und dem Soll-Zustand ergibt.³⁷⁷

- 205 Im Rahmen der *Aufnahme des Ist-Zustands* ist zweierlei zu prüfen. Erstens müssen die rechtlichen Vorgegebenheiten analysiert werden. In der vorliegenden Untersuchung wird erörtert, ob sich aus dem Gesetz eine Wertung hinsichtlich der Dauer der Aktionärsbeteiligung herleiten lässt.³⁷⁸ Zweitens müssen die gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Vorgegebenheiten untersucht werden. Anknüpfend an die Impulsgebung – die Sorge vor kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt – wird bei diesem Schritt geprüft, inwiefern sich die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt wirtschaftlich auswirkt.³⁷⁹
- 206 Ein Vorgehen analog der Methode und dem Verfahren der Rechtsetzung schafft eine Grundlage dafür, dass die Erkenntnisse dieses Teils der Arbeit im Rahmen *künftiger Gesetzgebungsarbeiten* als Anregung dienen könnten.

II. Ausgangspunkt und Impulsgebung

- 207 Der Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ziels der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist eine vorläufige Bestandesaufnahme in Bezug auf den Regelungsgegenstand (A.). Es sind dabei auch die unterschiedlichen Impulse zu berücksichtigen, die eine Auseinandersetzung mit Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen überhaupt erst angeregt und ausgelöst haben (B.).

A. Ausgangspunkt

- 208 Am Anfang der Erarbeitung möglicher Regelungsvorschläge zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen stehen eine vorläufige Darstellung des Problems und eine vorläufige Zielformulierung. Die vorläufige Problemdefinition dient als These, die im Rahmen der Problemanalyse überprüft werden muss. Die vorläufige Zielformulierung gibt eine ungefähre Richtung vor, in welche sich die Regelung bewegen kann. Sie kann im weiteren Verlauf der Analyse präzisiert werden.

³⁷⁷ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 110.

³⁷⁸ Siehe hinten Rz. 254 ff.

³⁷⁹ Siehe hinten Rz. 288 ff.

1. Vorläufige Problemstellung

Ausgangspunkt der Diskussion um die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist ein *Interessenkonflikt* zwischen der Gesellschaft und den Aktionären. Die langfristigen Planungs- und Kapitalbedürfnisse der Gesellschaft stehen den u.U. kurzfristigen Anlagebedürfnissen der Aktionäre gegenüber. 209

Die grundlegende Funktion der Aktiengesellschaft ist die *Kapitalsammlung*. Die Aktiengesellschaft dient dazu, Mittel für die Umsetzung kapitalintensiver Vorhaben zu sammeln. Aufgrund der rechtlichen Selbständigkeit der Aktiengesellschaft kann das Kapital privater Investoren auf der Grundlage eines Gesellschaftsvertrags langfristig zur Finanzierung privatwirtschaftlicher Grossprojekte gebunden werden.³⁸⁰ 210

Damit die dauerhafte Finanzierung von grossen Unternehmungen gelingt, bedarf es eines *Ausgleichs der Interessen*, die in einer Aktiengesellschaft zusammenlaufen. In einer Aktiengesellschaft treffen unterschiedliche Interessen aufeinander. Die Aktionäre haben einerseits ein Interesse daran, am Erfolg des Unternehmens beteiligt zu werden. Andererseits wollen sie finanziell flexibel bleiben.³⁸¹ Die Aktiengesellschaft dient demgegenüber in der Grundidee als Trägerin für dauerhafte wirtschaftliche Unternehmen.³⁸² 211

Im Besonderen müssen somit die Interessen der Gesellschaft an einer langfristigen Planung und Kapitalisierung mit den Interessen der Aktionäre an einer allenfalls kurzfristigen Kapitalanlage in Einklang gebracht werden. Die Interessen sollen harmonisiert werden durch eine *Mobilisierung der Anteilsrechte* und deren freie Übertragbarkeit auf einem Sekundärmarkt.³⁸³ Die Kotierung an einer Börse ermöglicht, dass kurzfristiges Sparkapital in langfristig gebundenes Unternehmenskapital umgewandelt wird.³⁸⁴ Die Unabhängigkeit der Zeithorizonte von Gesellschaft 212

³⁸⁰ Zum Ganzen siehe BSK OR II-BAUDENBACHER, Vor Art. 620, N 10; BENZ, Konzessionssystem, 27; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 16; zum deutschen Recht vgl. Grosskommentar AktG/DE-ASSMANN, Einleitung, N 292, 344; KÜBLER/ASSMANN, 164; zum US-amerikanischen Recht vgl. LOWENSTEIN, Takeovers, 259.

³⁸¹ Zum Gesagten siehe BUEREN, 1; vgl. KÜBLER/ASSMANN, 164 f.

³⁸² Zum Gesagten siehe MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 16.

³⁸³ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, 4. Aufl., § 7 N 6 m.H. darauf, dass die Rechtsform der Aktiengesellschaft vom Grundsatz der freien Übertragbarkeit ausgehe.

³⁸⁴ KÜBLER/ASSMANN, 165; SCHMALENBACH, 13. Daneben besteht auch ein Markt für den Handel mit nicht börsenkotierten Aktien. Grundlegend hierzu BÜHLER, Bühler 2016, 15 ff.

und Aktionären widerspiegelt sich auch darin, dass die Geschäftsführung von Gesetzes wegen dem Verwaltungsrat und nicht den Gesellschaftern obliegt.³⁸⁵

- 213 Die «Überbrückung der Fristigkeiten»³⁸⁶, d.h. des langfristigen Geschäftshorizonts der Gesellschaft und der Leitungsorgane und des gegebenenfalls kurzfristigen Anlagehorizonts durch die Mobilisierung, hat indessen Bruchstellen.³⁸⁷ Die Aktionäre wählen die Mitglieder des Verwaltungsrats.³⁸⁸ Je nachdem, ob der Verwaltungsrat die Geschäftsleitung delegiert hat oder nicht,³⁸⁹ können die Aktionäre mittelbar oder unmittelbar auf die Zusammensetzung der Geschäftsleitung Einfluss nehmen. Die Verfolgung einer langfristig wertsteigernden Geschäftsstrategie ist für den Verwaltungsrat schwierig, wenn sich die Aktionäre, die ihn ersetzen können, von *kurzfristigen Kursschwankungen* leiten lassen statt von langfristigen Aussichten auf den Geschäftsverlauf.³⁹⁰ Ein kurzfristiger Anlagehorizont scheint in solchen Fällen gleichwohl auf die Geschäftsleitung durchzuschlagen und das Verfolgen einer langfristig erfolgreichen Geschäftsstrategie zu erschweren.³⁹¹
- 214 Die Sorge, dass börsenkotierte Aktiengesellschaften sich zum Nachteil von Wirtschaft und Gesellschaft zunehmend von kurzfristigen Einflüssen leiten lassen, ist in Lehre, Unternehmenspraxis und Politik weit verbreitet.³⁹² Diese Erscheinung

³⁸⁵ Art. 716 Abs. 2 OR. Zum Prinzip der sog. Dritt- bzw. Fremddorganschaft siehe MEIER-HAYOZ/FORSTMOSE/SETHE, § 2 N 141; VON DER CRONE, § 18 N 1248; vgl. ARMOUR et al., 12 mit rechtsvergleichenden Hinweisen.

³⁸⁶ SCHMALENBACH, 13. Zur Bedeutung der Überbrückung der Fristigkeiten zwischen Aktionären und Verwaltungsrat bzw. Gesellschaft vgl. BOLTON/SAMANA, Long-term Investors, 1, 4, 27, 38.

³⁸⁷ BUEREN, 3 f. m.w.H.

³⁸⁸ Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 OR.

³⁸⁹ Vgl. Art. 716 Abs. 2 OR.

³⁹⁰ Zur grundlegenden Argumentation vgl. DALLAS/BARRY, 545 f.; STRINE, Corporate Governance, 17 m.H. darauf, es sei widersprüchlich, von der Geschäftsleitung eine Achtsamkeit gegenüber den Anliegen der Aktionäre zu fordern und sie gleichzeitig zu kritisieren, weil sie den Forderungen der Aktionäre nach risikoreicheren Geschäftsstrategien nicht nachgekommen sind.

³⁹¹ Siehe vorerst das theoretische Modell von BOLTON/SCHINKMAN/XIONG, 577 ff. Eingehend dazu hinten Rz. 408 ff.

³⁹² ASPEN INSTITUTE, 2; BESLIK, *passim*; BUEREN, 4; DABNEY et al., 3; ENGRÁCIA ANTUNES et al., 36 f.; EUROPÄISCHE KOMMISSION, KOM(2011) 164 endgültig, 3 f., 13 f.; EUROPÄISCHE KOMMISSION, COM(2012) 740 final, 3 f.; EUROPÄISCHE KOMMISSION, MEMO/17/592, 1; EUROPÄISCHE KOMMISSION, COM(2018) 97 final, 13 f.; zur kurzfristigen Orientierung im britischen Kapitalmarkt siehe KAY, Final Report, 9 ff.; zur kurzfristigen Orientierung im US-amerikanischen Kapitalmarkt siehe ROE, Stock Market, 77 ff. m.w.H., allerdings krit. ggü. deren negativen Auswirkungen.

wird im angloamerikanischen Sprachraum *short-termism* oder *myopia* genannt.³⁹³ Die Ursache kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt wird im zunehmenden Aktionärsaktivismus und in der steigenden Handelsfrequenz gesehen.³⁹⁴ Diese Ansicht greift allerdings zu kurz.³⁹⁵

Die folgende Auseinandersetzung mit den Fragen, wie sich das schweizerische Aktienrecht zur kurzfristigen Orientierung der Aktionäre stellt und welche wirtschaftlichen Auswirkungen diese kurzfristige Orientierung hat, sind grundlegend für die aktienrechtliche Legitimation des Ziels der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. 215

2. Vorläufige Zielformulierung

Der Druck des Kapitalmarkts auf die Aktiengesellschaften könnte verringert werden, wenn die langfristige Beteiligung von Aktionären gefördert und begünstigt würde. 216

Dieses Ziel knüpft an die *gestiegene Handelsfrequenz* im Kapitalmarkt an. Die gestiegene Handelsfrequenz ist ein potenzielles Symptom für eine kurzfristige Orientierung der Aktionäre und eine potenzielle Ursache für die kurzfristige Orientierung der Leitungsorgane. Das formulierte Ziel knüpft somit mutmasslich unmittelbar an eine der Ursachen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt an. Zudem dürfte diese Stossrichtung vonseiten der Unternehmenspraxis erwünscht sein. So hat eine jüngere Erhebung gezeigt, dass Unternehmen den idealen Aktionär als langfristig orientiert beschreiben.³⁹⁶ Ob die gestiegene Handelsfrequenz tatsächlich ein Problem darstellt, ist allerdings zu überprüfen. 217

gen; STRINE, *Wolves*, 1871 f.; ferner SCHWAB, m.H. zum entsprechenden Schwerpunkt des WEF im Jahre 2017.

³⁹³ DALLAS, 267, die die Begriffe umschreibt als exzessives Streben nach kurzfristigen Ergebnissen unter Missachtung langfristiger Wertsteigerung und Konkurrenzfähigkeit der Unternehmung; siehe auch KREHMEYER/ORSAUGH/SCHACHT, 3; mit einer ökonomischen Betrachtung STEIN, *Capital Markets*, 655 ff.; mit einem Überblick über verschiedene Definitionsversuche BUEREN, 64 ff.

³⁹⁴ ROE, *Stock Market*, 82 f. m.w.H.

³⁹⁵ Siehe im Einzelnen hinten Rz. 325 ff.

³⁹⁶ BEYER/LARCKER/TAYAN, I, 11, gemäss denen 92% von insgesamt 138 befragten Experten im Bereich Investorenbeziehungen nordamerikanischer Unternehmen einen Aktionär mit langfristigem Anlagehorizont als ideal einstufen. Eine vergleichbare Studie für die europäischen Kapitalmärkte besteht nicht.

- 218 Der Begriff Aktionärsbeteiligung bezeichnet die *körperschaftliche Rechtsbeziehung* des Aktionärs zur Gesellschaft. Der Begriff Aktionärsbeteiligung ist abzugrenzen vom Begriff Aktionärsengagement. Unter Letzterem ist der aktive Gebrauch der den Aktionären zustehenden Mitwirkungsrechte zu verstehen.³⁹⁷
- 219 Ab wann eine Aktionärsbeteiligung als langfristig gilt, ist schwer zu sagen. Um als langfristig zu gelten, dürfte entscheidend sein, dass eine Beteiligung *mehrere Geschäftsjahre* andauert. Nur ein mehrjähriger Aktionär kann das Erreichen langfristiger, d.h. sich nicht bereits kurzfristig im Ergebnis niederschlagender, Geschäftsziele beurteilen. Bei börsenkotierten Unternehmen wird ein Anlagehorizont von durchschnittlich 2,8 Jahren als langfristig eingestuft, ein Anlagehorizont von sieben oder weniger Monaten hingegen als kurzfristig.³⁹⁸ In der Politik wird davon ausgegangen, dass eine Beteiligung mindestens zwei Jahre zu dauern hat, um als langfristig zu gelten.³⁹⁹ Angesichts des Umstands, dass die durchschnittliche Haltedauer weltweit unter einem Jahr liegt, ist es angemessen, zumindest bei börsenkotierten Aktien ab einer Haltedauer von mindestens zwei Jahren von einer langfristigen Aktionärsbeteiligung zu sprechen.⁴⁰⁰ Bei nicht börsenkotierten Gesellschaften ist die durchschnittliche Haltedauer vermutlich höher und somit auch das Verständnis von Langfristigkeit ein anderes.⁴⁰¹ Wenn in dieser Arbeit von langfristigen Aktionärsbeteiligungen die Rede ist, sind Aktionärsbeteiligungen von zwei und mehr Jahren gemeint.
- 220 Die Begriffe Fördern und Begünstigen implizieren, dass es beim formulierten Ziel darum geht, *günstige Voraussetzungen* zu schaffen, damit Aktionäre sich aus eigenen Schritten für langfristige Beteiligungen entscheiden. Rechtsnormen wirken sich in bestimmter Weise auf das Verhalten der Normadressaten aus.⁴⁰² Sie können das Handlungsfeld der Normadressaten entweder einschränken, z.B. mit Geboten und Verboten, oder ein bestimmtes Verhalten durch das Zurverfügungstellen von

³⁹⁷ Zum niederländischen Recht vgl. NETHERLANDS FINANCIAL INVESTMENTS, 45. In sprachwissenschaftlicher Hinsicht umschreibt das Wort Engagement einen persönlichen Einsatz aus Verbundenheit. Siehe hierzu DROSDOWSKI et al., 909; zum Begriffsverständnis im deutschen Recht vgl. INCI, 73.

³⁹⁸ BEYER/LARCKER/TAYAN, 1, 3.

³⁹⁹ EUROPÄISCHES PARLAMENT, A8-0158/2015, 36, Art. 3ea (neu).

⁴⁰⁰ Zur durchschnittlichen Haltedauer siehe hinten Rz. 328.

⁴⁰¹ Zur unterschiedlichen Ausgangslage bei börsenkotierten und nicht börsenkotierten Gesellschaften siehe hinten Rz. 242.

⁴⁰² EIDENMÜLLER, Effizienz, 35.

Optionen fördern und begünstigen.⁴⁰³ Die Begriffe Fördern und Begünstigen bringen zum Ausdruck, dass es darum geht, die Gesellschaften und die Aktionäre in ihrer selbstbestimmten Entfaltung zu unterstützen. Es geht beim formulierten Ziel um die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen durch bedingte Vorteile und nicht um eine Einschränkung des Handlungsfelds der Aktionäre. Dennoch geht mit einer Begünstigung eines Teils von Aktionären potenziell die Benachteiligung eines anderen Teils von Aktionären einher.

Die These ist, dass mit einer Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen Anreize geschaffen werden, dass Aktionäre bei der Ausübung ihrer Mitgliedschaftsrechte eine längerfristige Perspektive einnehmen und insbesondere einer allfälligen Unzufriedenheit nicht oder weniger schnell durch einen Verkauf ihrer Beteiligungen Ausdruck verleihen, sondern ihre langfristige *Beteiligung aufrechterhalten*.⁴⁰⁴ Mittelbar kann das auch zu einer Steigerung des Aktionärsengagements führen.⁴⁰⁵ 221

B. Impulsgebung

Die Anstösse zum Erlass von Rechtsnormen und zur Erarbeitung von Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen kommen von unterschiedlicher Seite. Die massgeblichen Impulse kommen aus der Politik. Unmittelbar kommt der politische Anstoss aus den parlamentarischen Beratungen zur Aktienrechtsrevision. Zudem könnte die Rechtentwicklung in der EU mittelbar einen Einfluss auf die Rechtslage in der Schweiz haben. Weitere Impulse kommen von der Feststellung von Mängeln bei der Anwendung des geltenden Rechts in der Praxis. 222

⁴⁰³ TAUPITZ, 135.

⁴⁰⁴ Zum ökonomischen Konzept von Abwanderung und Widerspruch siehe vorne Rz. 48. Vgl. RUFFNER, Reformbedarf, 255, gemäss dem die Partizipation der Aktionäre wünschenswert sei, weil sie eine permanente Verhaltenskontrolle von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ermögliche. Dadurch soll verhindert werden, dass eine nachträgliche und mutmasslich teurere Korrektur über den Markt für Unternehmenskontrolle erfolgt.

⁴⁰⁵ Zum Begriff Aktionärsengagement siehe vorne Rz. 218.

1. Politische Impulse

a) *Politische Impulse in der Schweiz*

- 223 Es wurde auf politischer Ebene in der Schweiz im Rahmen der *Aktienrechtsrevision* über Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen diskutiert. Der politische Impuls kommt in erster Linie vom Parlament.
- 224 Der Vorentwurf 2014 enthielt keine Regelung zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Es war zwar vorgesehen, die Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrats im Sinne der Förderung einer langfristig orientierten Vergütungspolitik zu erweitern. Der Verwaltungsrat hätte bei der Festlegung der Vergütungen dem dauernden Gedeihen des Unternehmens Rechnung tragen müssen.⁴⁰⁶ Eine solche Massnahme hätte aber auf der Ebene der Geschäftsleitung und nicht auf der Ebene des Aktionariats angesetzt. Auch eine Bestimmung im Vorentwurf, die den Gesellschaften ermöglicht hätte, einen materiellen *Anreiz für die Teilnahme an der Generalversammlung* zu schaffen, wäre kein Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen. Sie hätte allenfalls einen Anstoss für eine stärkere Beteiligung an der Willensbildung und -äusserung der Gesellschaft gegeben und wäre somit ein Anreiz für ein stärkeres Aktionärsengagement gewesen.⁴⁰⁷
- 225 Im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens wurden *Vorschläge zur Förderung nachhaltigen Handelns* der Aktionäre im Sinne des dauernden Gedeihens des Unternehmens gemacht. Es wurde vorgeschlagen, eine dispositive Regelung zur Einführung sogenannter Loyalitätsdividenden nach Vorbild des französischen Rechts zu schaffen.⁴⁰⁸ Die Regelung hätte es Gesellschaften ermöglicht, auf Aktien, deren Eigentümer seit mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen ist, eine höhere Dividende auszuschütten oder eine höhere Rückzahlung von Kapitalreserven

⁴⁰⁶ Art. 717 Abs. 1^{bis} VE-OR 2014.

⁴⁰⁷ Gem. Art. 661 VE-OR 2014 hätten die Statuten vorsehen können, dass Aktionäre, die an der Generalversammlung vertreten sind, eine bis zu 20% höhere Dividende oder Rückzahlung von Kapitalreserven erhalten und nicht vertretene Aktionäre eine bis zu 20% tiefere Dividendenausschüttung oder Rückzahlung der Kapitalreserven. Vgl. STELLUNGNAHME KUSTER, 119 f.; STELLUNGNAHME WALDER WYSS, 17, in denen das Konzept u.a. deshalb abgelehnt wird, weil es nur punktuell wirke. Zum Begriff Aktionärsengagement siehe vorne Rz. 218.

⁴⁰⁸ STELLUNGNAHME FORSTMOSER/STAUB-BISANG/WEHRLI, 1 ff.; STELLUNGNAHME SWISSHOLDINGS, 17; vgl. STELLUNGNAHME CVP, 2; STELLUNGNAHME SAV, 3. Zur Regelung im französischen Recht siehe Art. L. 232-14 i.V.m. Art. L. 228-3 C.com./FR.

zu leisten.⁴⁰⁹ Eine solche Regelung wäre zudem geeignet, den Bestand von sogenannten Dispoaktien zu reduzieren.⁴¹⁰ Entsprechende Vorschläge wurden teilweise bereits vor der Vernehmlassung in Rechtswissenschaft, Investorenkreisen und von Unternehmensvertretern postuliert.⁴¹¹

Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen erfuhr jedoch *keine Regelung im Gesetzesentwurf* vom November 2016. Der Bundesrat verneinte mangels umfassender empirischer Grundlage einen Handlungsbedarf in Bezug auf kurzfristige orientierte Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften.⁴¹² Die Bestimmungen aus dem Vorentwurf und die Vorschläge aus dem Vernehmlassungsverfahren wurden nicht in den Entwurf aufgenommen, obwohl sie von Vertretern der Bundesverwaltung als prüfenswert erachtet worden waren.⁴¹³ Ausschlaggebend für den Entscheid, von einer entsprechenden Regelung abzusehen, waren zeitliche Gründe und der Umstand, dass das Thema in der Vernehmlassung relativ zurückhaltend behandelt wurde.⁴¹⁴ 226

Im Rahmen der parlamentarischen Beratung wurde die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen wieder zum Thema. In der Sommersession 2018 ergänzte der Nationalrat den Entwurf auf Antrag der Mehrheit der Rechtskommission mit Bestimmungen, die es den Gesellschaften ermöglicht hätten, unter dem Oberbegriff Loyalitätsaktien *Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre* einzuführen.⁴¹⁵ In der Sommersession 2019 sprach sich der Ständerat 227

⁴⁰⁹ STELLUNGNAHME FORSTMOSER/STAUB-BISANG/WEHRLI, 10, in der ein konkreter Regelungsvorschlag unterbreitet wurde.

⁴¹⁰ STELLUNGNAHME FORSTMOSER/STAUB-BISANG/WEHRLI, 3 f.; STELLUNGNAHME SWISSHOLDINGS, 17. Nicht im Aktienbuch eingetragene Aktien werden in der schweizerischen Bankpraxis als Dispoaktien bezeichnet. Siehe hierzu VON DER CRONE/ISLER, 76.

⁴¹¹ Rechtswissenschaft: FORSTMOSER, CSR, 175 ff.; FORSTMOSER, Engagement, 37; FORSTMOSER, Nachhaltigkeitsprämie, 53 ff.; VOGT, Aktionärsdemokratie, 136 f.; VOGT, Freiheit, 21; Investoren: STAUB-BISANG, 5; Unternehmen: WEHRLI, 23 ff.; vgl. aus Sicht eines Thinktanks SALVI, 250 ff.

⁴¹² BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 439 f. Zu den Begriffen Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften siehe SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG, 464. Zu den Auswirkungen aktivistischer Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften vgl. aber hinten Rz. 388 ff.

⁴¹³ Vgl. POGGIO/ZIHLER, 12.

⁴¹⁴ E-Mail von Dr. Florian Zihler, Bundesamt für Justiz, Projektleiter Aktienrechtsrevision von 2008–2018, vom 10.01.2017 (beim Verfasser abgelegt).

⁴¹⁵ Zum Gesagten siehe AmtIBull NR 2018, 1119 ff., Abstimmungen 16.077/17223–17227 mit Mehrheiten von 138 zu 58 Stimmen (bei sechs Enth.) bzw. 137 zu 57 Stimmen (bei acht Enth.). Die Vorzugsrechte umfassten eine höhere Dividendenausschüttung, eine hö-

aufgrund verschiedener Bedenken gegen die Einführung solcher Privilegien ohne vorgängige Abklärung derer Auswirkungen aus.⁴¹⁶ Die beiden Räte hielten bei der jeweiligen zweiten und dritten Beratung an den gegensätzlichen Beschlüssen fest.⁴¹⁷ In der Differenzbereinigung setzte sich die Auffassung des Ständerats durch.⁴¹⁸ Im Bundesbeschluss zur Vorlage waren die Bestimmungen zu den Loyalitätsaktien nicht mehr enthalten.⁴¹⁹

- 228 Der politische Impuls zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen kommt in der Schweiz somit in erster Linie vom *Parlament*. Der Bundesrat stand der Idee im Rahmen der parlamentarischen Beratung vorsichtig zurückhaltend, aber immerhin nicht grundsätzlich ablehnend gegenüber.⁴²⁰ Die politischen Chancen, der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zum Durchbruch zu verhelfen, stehen auf lange Sicht gut.⁴²¹ Unabhängig vom Ergebnis der Aktienrechtsrevision wird das Thema Loyalitätsaktien Politik und Rechtswissenschaft weiter beschäftigen. Spätestens nach dem Bericht des Bundesrats zum Postulat betreffend die Auswirkungen von Loyalitätsaktien wird

here Rückzahlung von Kapitalreserven sowie einen vorteilhaften Ausgabebetrag bei der Ausgabe neuer Aktien oder der Einräumung von Optionsrechten. Vgl. RK-N, Protokoll 29./30.01.2018, Beilage, 7 f., wonach der Antrag der Kommissionsmehrheit von der WAK-N unterstützt wurde.

⁴¹⁶ AmtlBull SR 2019, 497 ff.; zur Annahme von Postulat RK-S (18.4092), Auswirkungen von), Auswirkungen von «Loyalitätsaktien», siehe AmtlBull SR 2019, 545; vgl. Votum Cramer, AmtlBull SR 2019, 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; bestätigt insb. in RK-S, Protokoll 15./16.10.2018, 57, 59. Weil das Thema Loyalitätsaktien erst im Rahmen der parlamentarischen Beratung in die Vorlage Eingang gefunden hat, wurde keine entsprechende Regulierungsfolgenabschätzung vorgenommen.

⁴¹⁷ AmtlBull NR 2019, 2385 ff., Abstimmung 16.077/19920 mit einer Mehrheit von 150 zu 32 Stimmen (bei fünf Enth.); vgl. AmtlBull NR 2020, 585, aus dem hervorgeht, dass es mangels Minderheitsantrag keine Abstimmung zum Thema mehr gab, d.h. der Nationalrat stillschweigend an seinen vormaligen Beschlüssen festhielt; 30, 417, aus dem ebenfalls hervorgeht, dass mangels Minderheitsanträgen am ersten Beschluss des Ständerats zum Thema festgehalten wurde.

⁴¹⁸ RK-N/RK-S, 4 f. Im Rahmen der Einigungskonferenz war ausschlaggebend, dass eine Mehrheit der Kommission vorgängig das Konzept der Loyalitätsaktien von der Bundesverwaltung untersucht und insbesondere die steuerrechtlichen Fragen geklärt haben wollte.

⁴¹⁹ Vgl. BBl 2020, 5573 ff.

⁴²⁰ Vgl. Voten Keller-Sutter, AmtlBull NR 2019, 2386 f.

⁴²¹ Vgl. MÜLLER/UHLMANN, N 114, gemäss denen die politische Situation im Rahmen der Analyse des Ist-Zustands vorgenommen werden muss.

klar sein, ob und inwiefern das Parlament im Hinblick auf die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen gesetzgeberisch tätig werden will.⁴²²

b) Politische Impulse aus dem Ausland

Im Ausland wird die Idee der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen bereits seit Längerem politisch diskutiert. Seit 2010 befasst sich die EU mit Konzepten gegen die nachteiligen *Auswirkungen kurzfristigen Denkens von Anlegern* im Kapitalmarkt. Die Europäische Kommission prüfte, ob und inwiefern Aktionäre angehalten werden könnten, sich für nachhaltige Gewinne und längerfristige Leistungen zu interessieren und sich stärker in Fragen der Corporate Governance zu engagieren. Sie schlug entsprechende Massnahmen im Rahmen einer Änderung der Aktionärsrechterichtlinie vor.⁴²³ Vereinzelt sprachen sich auch Politiker in Mitgliedstaaten der EU für die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen aus.⁴²⁴ 229

Das Europäische Parlament ergänzte die Vorschläge mit konkreten *Mechanismen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen*, welche die Mitgliedstaaten zu schaffen verpflichtet gewesen wären. Eine Beteiligung hätte nach dem Verständnis des Europäischen Parlaments ab mindestens zwei Jahren als langfristig gegolten. Als Mechanismen zur Förderung und Begünstigung wären folgende Vorteile für langfristig beteiligte Aktionäre in Betracht gekommen: zusätzliche Stimmrechte, Steueranreize, Treuedividenden und Treueanteile.⁴²⁵ Diese Vorschläge wurden nicht in die Änderung der Aktionärsrechterichtlinie aufgenommen.⁴²⁶ Die Europäische Kommission dürfte die Auswirkungen solcher Vor- 230

⁴²² Zu Empfehlungen de lege ferenda siehe hinten Rz. 1543.

⁴²³ Zum Gesagten siehe EUROPÄISCHE KOMMISSION, KOM(2010) 284 endgültig, 8, 18; EUROPÄISCHE KOMMISSION, KOM(2011) 164 endgültig, 3 f., 13 f.; EUROPÄISCHE KOMMISSION, COM(2012) 740 final, 5 f., 18; EUROPÄISCHE KOMMISSION, COM(2014) 213 final, 5, 18 ff., insb. Art. 3g; bezüglich der Bedenken unangemessenen kurzfristigen Denkens in den Kapitalmärkten vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION, COM(2018) 97 final, 13 f. Die Bestrebungen waren u.a. inspiriert von den Erkenntnissen einer Expertengruppe. Siehe hierzu ENGRÁCIA ANTUNES et al., 46 f.; vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION, COM(2012) 740 final, 4, Fn. 19.

⁴²⁴ Siehe z.B. zum niederländischen Recht Voten Nijboer und Van Hijum, Kamerstukken II 2013/14, 32013, Nr. 39, 5 f.

⁴²⁵ Zum Gesagten siehe EUROPÄISCHES PARLAMENT, A8–0158/2015, 36, Art. 3ea (neu).

⁴²⁶ Vgl. EUROPÄISCHES PARLAMENT, EP-PE_TC1-COD(2014)0121, 1 ff.; EUROPÄISCHES PARLAMENT/EUROPÄISCHER RAT, ABl. L 132 vom 20.05.2017, 1 ff.

schläge aber in naher Zukunft untersuchen, um zu beurteilen, ob auf Ebene der EU-Gesetzgebung Handlungsbedarf bestehe.⁴²⁷

- 231 Trotzdem gehören Mechanismen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen in einigen Ländern bereits zur Rechtswirklichkeit oder waren zumindest Gegenstand rechtspolitischer Diskussionen. Im Vordergrund steht die Möglichkeit für Gesellschaften, langfristig beteiligten Aktionären auf statutarischer Grundlage ein *doppeltes Stimmrecht* einzuräumen.⁴²⁸ Daneben gibt es auch Länder, die es Gesellschaften ausdrücklich ermöglichen, langfristig beteiligten Aktionären eine höhere Dividende auszuzahlen.⁴²⁹ Und schliesslich gibt es Länder, die das Problem mit Verhaltenskodizes für Investoren anzugehen versuchen.⁴³⁰ Diese Rechtswirklichkeit zeigt, dass einige Länder bemüht sind, potenziell nachteilige Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt zu reduzieren.
- 232 Die Rechtsentwicklung im Ausland hat zwar keinen unmittelbaren Einfluss auf die Einführung von Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre in der Schweiz. Das praktische Bedürfnis, im weltweiten Vergleich konkurrenzfähig zu bleiben oder sich den Regeln in einem gewissen Rechtsbereich anzupassen, kann aber zum *autonomen Nachvollzug* von ausländischem Recht füh-

⁴²⁷ Vgl. ESMA, 70, mit der entsprechenden Empfehlung an die Europäische Kommission.

⁴²⁸ Siehe z.B. Art. L. 225–123 f. i.V.m. Art. L. 228-3 C.com./FR (sog. *Loi Florange*; in Kraft seit 1933); Art. 127-quinquies TUF/IT (in Kraft seit 2014); Art. 7:53 C.soc./BE (in Kraft seit 2019); Art. 527 ter ff. LSC/ES (in Kraft seit 2020). Zur Einführung mehrerer Aktienkategorien mit unterschiedlichem Stimmengewicht in Singapur vgl. CHOO, *passim*. Vgl. zur Idee eines doppelten Stimmrechts für langfristig beteiligte Aktionäre im deutschen Recht bereits in den 1930er-Jahren KISSKALT, 501.

⁴²⁹ Siehe z.B. Art. L. 232-14 i.V.m. Art. L. 228-3 C.com./FR (in Kraft seit 1994); Art. 127-quater TUF/IT (in Kraft seit 2010). Im deutschen und österreichischen Recht gibt es zwar keine ausdrückliche Regelung. Die Einführung solcher Privilegien dürfte aber zulässig sein, sofern die Aktionäre sich einstimmig dafür entscheiden (ARONOVITZ/FROSINSKI/VIENNET, 10, 16). Ferner zum deutschen Recht HABERSACK, E 90; RECHTSAUSSCHUSS DES DEUTSCHEN BUNDESTAGES, 6, dem die Einführung eines solchen Dividendenprivilegs zumindest erwägenswert zu sein scheint.

⁴³⁰ Namentlich das Vereinigte Königreich mit zwei Richtlinien (FRC LTD., UK Stewardship Code 2020, 4 ff.; FRC LTD., UK Corporate Governance Code, 1 ff.), USA (ISG, *passim*), IT (ASSOGESTIONI, 11 ff.) und JP (THE COUNCIL OF EXPERTS ON THE STEWARDSHIP CODE, 10 ff.). Für die Schweiz siehe ASIP et al., 4 ff. Die Regelwerke sind allesamt auf die Förderung langfristiger Wertsteigerung von Unternehmen ausgerichtet.

ren.⁴³¹ In der parlamentarischen Beratung zur Aktienrechtsrevision wurde die Einführung von Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen denn auch mit dem Vergleich auf ausländische Rechtsordnungen und die dortige Unternehmenspraxis begründet.⁴³² Der Umstand, dass entsprechende Konzepte im Ausland bereits bekannt sind, dürfte entscheidend gewesen sein, dass das Kommissionspostulat betreffend die Auswirkungen von Loyalitätsaktien einstimmig an den Bundesrat überwiesen wurde.⁴³³

2. Feststellung von Mängeln des geltenden Rechts als Impuls

Ein weiterer Impuls zur Entwicklung von Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen dürfte die Sorge von Gesellschaften sein, dass das geltende Recht nur ungenügende Mittel zur Milderung allfälliger nachteiliger Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt bietet. Aufgrund geänderter tatsächlicher oder rechtlicher Verhältnisse können sich *Rechtsnormen* als *mangelhaft* erweisen. In diesem Falle müssen sie den neuen Umständen angepasst werden.⁴³⁴ In der hier interessierenden Thematik kommen die entsprechenden Feststellungen von der Wissenschaft und von den Gesellschaften selbst.⁴³⁵

Die zunehmende kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt kann den *Druck auf Unternehmen* erhöhen. Die Fokussierung von Aktionären auf kurzfristige Erträge kann die Gesellschaften und die Rechtsetzung beeinflussen. Ausdruck davon sind die quartalsweise Veröffentlichung von Abschlüssen oder zumindest Umsatzzahlen von börsenkotierten Gesellschaften sowie die Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität.⁴³⁶ Letztere verpflichten börsenkotierte Gesellschaften, den Markt über alle

⁴³¹ BÜHLER, Corporate Governance, N 45, 230a, 231 ff.; vgl. zum Beispiel von Fiat Chrysler Automobiles N.V., die aufgrund der Möglichkeit zur Einführung von Loyalitätsstimmrechten nach einer Fusion im Jahre 2014 als Gesellschaft mit Sitz in den Niederlanden gegründet wurde, BOOTSMA, Loyalitätsstimmrecht, 32 ff.; VENTORUZZO, 3 f.; ferner Art. 141 Abs. 2 lit. a ParlG, gemäss dem der Bundesrat verpflichtet ist, in Botschaften zu Erlassentwürfen Stellung zum europäischen Recht zu nehmen.

⁴³² Vgl. z.B. Votum Rieder, AmtlBull SR 2019, 497.

⁴³³ Zum Postulat siehe im Einzelnen hinten Rz. 1538 ff.

⁴³⁴ Zum Gesagten siehe HOTZ, 109 ff.

⁴³⁵ Vgl. demgegenüber MÜLLER/UHLMANN, N 111, gemäss denen in erster Linie die rechtsanwendenden Behörden geeignet sein dürften, Mängel des geltenden Rechts festzustellen.

⁴³⁶ Viele börsenkotierte Gesellschaften veröffentlichen neben den Halbjahresabschlüssen, zu deren Publikation sie verpflichtet sind (vgl. Art. 35 Abs. 1 FinfraG i.V.m. Art. 50

potenziell kursrelevanten Tatsachen zu informieren, auch wenn die langfristigen Geschäftsziele davon nicht betroffen sind.⁴³⁷

- 235 Es gibt *Indizien für potenzielle Mängel* des geltenden Rechts in Bezug auf die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Erstens war zu meist die Sorge vor den nachteiligen Auswirkungen kurzfristiger Anlagestrategien der Grund für Revisionsbestrebungen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.⁴³⁸ Zweitens gibt es zudem in einigen Ländern Verhaltenskodizes, die darauf abzielen, langfristige Investitionen im Kapitalmarkt zu fördern.⁴³⁹ Drittens gibt es auch in der Rechtswissenschaft Stimmen, welche die Einführung entsprechender Konzepte als erwägenswert erachten.⁴⁴⁰ Und viertens besteht auch unter Gesellschaften eine Nachfrage nach langfristig eingesetztem Kapital (sog. *patient capital*)⁴⁴¹.⁴⁴² Es gibt bekannte Beispiele von Gesellschaften im Ausland, die mit Anreizen auf statutarischer Grundlage versuchen oder versuchten, die langfristige Orientierung von Aktionären zu fördern.⁴⁴³ Es ist anzunehmen, dass sich auch Unternehmen in der Schweiz mit der Frage auseinandergesetzt haben, wie sie ähnliche Konzepte umsetzen könnten.⁴⁴⁴
- 236 Diese Indizien lassen vermuten, dass das geltende Recht die Bedenken bezüglich nachteiliger Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt nur un-

Abs. 1 KR SIX bzw. Art. 15.2 KR BX), auch Quartalsabschlüsse oder zumindest Umsatzzahlen (vgl. Art. 50 Abs. 2 KR SIX); zur Ad-hoc-Publizität siehe Art. 53 f. KR SIX.

⁴³⁷ Zum Ganzen vgl. ENGRÁCIA ANTUNES et al., 36.

⁴³⁸ Im Allgemeinen siehe vorne Rz. 226 und 229; im Besonderen siehe MINISTERIO DE ECONOMÍA Y EMPRESA, 1 f.

⁴³⁹ Auch in der Schweiz. Zur Übersicht siehe vorne Fn. 430.

⁴⁴⁰ FORSTMOSER, CSR, 175 ff.; VOGT, Aktionärsdemokratie, 136 f.; krit. DAENIKER, Loyalitätsaktien, 139 ff.; zum deutschen Recht vgl. BACHMANN, 1305; HABERSACK, E 90; LEYENS, 1070; MÜLBERT, 379.

⁴⁴¹ Für eine Definition des Begriffs siehe DEEG/HARDIE, 629.

⁴⁴² Vgl. z.B. BUFFINI et al., 9.

⁴⁴³ Siehe z.B. das *Loyalty Voting Program* der Fiat Chrysler Automobiles N.V.; zur Verbreitung von Mehrstimmrechten für langfristige Aktionäre in den USA siehe DALLAS/BARRY, 593, 611; zum Versuch der Koninklijke DSM N.V., ein Dividendenprivileg für langfristig beteiligte Aktionäre einzuführen, siehe LENNARTS/KOPPERS-VAN BEEK, 173 ff.; zur Ausgabe eines Treuebonus durch die Michelin S.C.A. im Jahre 1991 siehe BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 43.

⁴⁴⁴ Vgl. STELLUNGNAHME FORSTMOSER/STAUB-BISANG/WEHRLI, 6 f., mit einer Darstellung der Vorzüge eines Dividendenprivilegs für langfristig beteiligte Aktionäre aus Sicht der Unternehmen.

genügend aufnimmt. Anderenfalls gäbe es kein Bedürfnis für eine weitergehende Selbstregulierung. Auch würden Gesellschaften kaum auf Konzepte auf statutarischer Grundlage zurückgreifen, wenn die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt nicht – zumindest punktuell – als suboptimal eingestuft würde. Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen dürfte deshalb auch in der Schweiz punktuell einem *Bedürfnis* entsprechen. Aufgrund der rechtlichen Unsicherheit betreffend die Zulässigkeit solcher Anreize ist es allerdings nicht verwunderlich, dass sich bislang keine Gesellschaft zu diesem Schritt entschlossen hat.⁴⁴⁵

Das schweizerische Recht ist insofern *punktuell lückenhaft*, als es die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen weder klar verbietet noch klar erlaubt. Es rechtfertigt sich deshalb im Sinne eines Impulses, das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Orientierung und entsprechende Konzepte einer Prüfung zu unterziehen. 237

Im Rahmen der *Aufnahme des Ist-Zustands* ist zweierlei zu prüfen. Erstens müssen die rechtlichen Vorgegebenheiten analysiert werden. Dabei wird untersucht, ob sich aus dem Gesetz eine Wertung hinsichtlich der Dauer der Aktionärsbeteiligung herleiten lässt. Zweitens müssen die gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Vorgegebenheiten untersucht werden. Anknüpfend an die Impulsgebung – die Sorge vor kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt – wird bei diesem Schritt geprüft, inwiefern sich die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt wirtschaftlich auswirkt. 238

III. Gesetzliche Wertung hinsichtlich der Dauer der Aktionärsbeteiligung?

In einem ersten Schritt der Aufnahme des Ist-Zustands wird ermittelt, ob das Gesetz eine *Wertung hinsichtlich der Dauer der Aktionärsbeteiligung* enthält – sei es zugunsten kurzfristig beteiligter oder zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre. 239

Dabei ist zu beachten, dass die Dauer der Aktionärsbeteiligung aufgrund der leichten Veräusserbarkeit der Beteiligungen bei börsenkotierten Gesellschaften eine andere Bedeutung hat als bei nicht börsenkotierten Gesellschaften (A.). In kapitalmarktorientierten Gesellschaften stehen langfristig orientierte Daueraktio- 240

⁴⁴⁵ FORSTMOSER, CSR, 179.

näre kurzfristig orientierten Spekulationsaktionären gegenüber (B.). Gewisse Indizien lassen darauf schliessen, welchem der beiden Typen von Aktionären das schweizerische Recht etwas wohlwollender gegenübersteht (C.). Abschliessend beurteilen lässt sich diese Frage aber erst nach einer rechtsökonomischen Analyse der Auswirkungen kurzfristiger Aktionärsbeteiligungen auf den Unternehmenswert.

- 241 Dieser erste Schritt der Aufnahme des Ist-Zustands dient der Beantwortung der Frage, ob langfristige Aktionärsbeteiligungen grundsätzlich überhaupt gefördert und begünstigt werden dürfen.⁴⁴⁶

A. Unterschiedliche Ausgangslage bei börsenkotierten und nicht börsenkotierten Gesellschaften

- 242 Börsenkotierte Gesellschaften unterscheiden sich von nicht börsenkotierten Gesellschaften insbesondere durch eine breitere Streuung ihrer Anteile, eine grössere externe Transparenz und eine *höhere Liquidität* ihrer Anteile.⁴⁴⁷ Deshalb hat die Dauer der Aktionärsbeteiligung bei börsenkotierten Gesellschaften eine andere Bedeutung als bei nicht börsenkotierten.
- 243 Als Folge dieser Unterschiede haben börsenkotierte gegenüber nicht börsenkotierten Gesellschaften eine *geringere Intensität der Bindung* zu ihren Aktionären. Im Falle einer Börsenkotierung haben die Aktionäre leicht Zugang zu einem Markt, auf dem sie ihre Beteiligungen verkaufen und sich dadurch von ihrer Mitgliedschaft trennen können.⁴⁴⁸ Das hat grundsätzlich eine schwache körperschaftliche Bindung des Aktionärs an die Gesellschaft zur Folge.⁴⁴⁹ Demgegenüber ist der Markt für den ausserbörslichen Handel von Aktien im Allgemeinen weniger

⁴⁴⁶ Zum zweiten Schritt der Aufnahme des Ist-Zustands, in dem ermittelt wird, ob langfristige Aktionärsbeteiligungen überhaupt gefördert werden sollen, vgl. hinten Rz. 288 ff.

⁴⁴⁷ Das lässt sich u.a. aus den Zielen einer Börsenkotierung herleiten. Siehe hierzu HENCKEL VON DONNERSMARCK, 44 ff.

⁴⁴⁸ KRONENBERG, 34; VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, 262.

⁴⁴⁹ BOLTON/SAMANA, Long-term Investors, 2 («[f]or the typical shareholder, there is no real sense of loyalty to a company»). Gleichwohl kann der Aktionär auch im Falle einer Börsenkotierung durch einen Aktionärsbindungsvertrag stärker an die Gesellschaft gebunden sein, z.B. bei einem Familienunternehmen. Eigentümer von Familienunternehmen sind in der Regel bereits intrinsisch loyal gegenüber der Gesellschaft, weil sie das Unternehmen für die nächste Generation erhalten wollen. Zu empirischen Erkenntnissen, dass sich Familienunternehmen stärker auf die Widerstandsfähigkeit

liquid.⁴⁵⁰ Deshalb sind die Aktionäre von nicht börsenkotierten Gesellschaften bereits faktisch stärker an die Gesellschaft gebunden.⁴⁵¹

Ein Zusammenhang zwischen der Dauer der Aktionärsbeteiligungen und dem Unternehmenswert ist in der Regel offensichtlicher bei Gesellschaften, deren Aktien an einer Börse kotiert sind.⁴⁵² Im Regelfall entscheidet der Aktionär über die Dauer seiner Mitgliedschaft, indem er seinen Gesellschafteranteil überträgt oder hält.⁴⁵³ Geben viele Aktionäre einer börsenkotierten Gesellschaft ihre Beteiligung auf, schlägt sich das in einem tieferen Aktienkurs nieder. Der *Aktienkurs* ist – zumindest in einem von rationalen Investoren geprägten Marktumfeld – ein *Indiz für den Wert einer Unternehmung*.⁴⁵⁴ Es besteht somit ein Zusammenhang zwischen der Dauer der Aktionärsbeteiligungen und dem Unternehmenswert.⁴⁵⁵ Bei börsenkotierten Gesellschaften ist der Zusammenhang aufgrund der Markttransparenz offensichtlicher.

des Unternehmens als auf kurzfristige Erträge konzentrieren, siehe KACHANER/STALK/BLOCH, 103 ff.

⁴⁵⁰ LÜTOLF/NEUMANN, 41; LÜTOLF, 191, 204. Grundlegend zum organisierten ausserbörslichen Handel BÜHLER, Bühler 2016, 15 ff.

⁴⁵¹ Vgl. BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, 302; PRÖBSTL, mit der Beobachtung, dass Schweizer Privatanleger im ausserbörslichen Markt einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont haben und im Allgemeinen weniger Wert auf markttreibende Meldungen gelegt wird. In der Regel ist auch die rechtliche Bindung der Aktionäre bei nicht börsenkotierten Gesellschaften grösser. Das hat zu tun mit in privaten Gesellschaften nicht unüblichen Vinkulierungsbestimmungen und Verpflichtungen aus Aktionärsbindungsverträgen.

⁴⁵² Sog. börsenkotierte Gesellschaften (vgl. Art. 2 lit. f FinfraG). Dieser Begriff ist nicht zu verwechseln mit dem Begriff der Publikumsgesellschaft (vgl. Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 OR). Als Publikumsgesellschaften können auch Gesellschaften gelten, deren Aktien nicht an der Börse kotiert sind (vgl. Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 lit. c OR).

⁴⁵³ Ausnahmsweise denkbar ist auch ein Austritt im Rahmen einer Kapitalherabsetzung bzw. einer Teilliquidation. Unter bestimmten Voraussetzungen ist auch ein Ausschluss zulässig. Beispiele hierfür sind die Kaduzierung (Art. 681 Abs. 2 OR), der sog. «squeeze-out» bei Publikumsgesellschaften (Art. 137 FinfraG) bzw. im Rahmen einer Fusion (Art. 8 Abs. 2, Art. 18 Abs. 5 FusG). Zwangsläufig beendet wird die Mitgliedschaft im Falle einer Liquidation (Art. 736 ff. OR).

⁴⁵⁴ RUFFNER, Reformbedarf, 256.

⁴⁵⁵ Je effizienter der Markt ist, d.h. je mehr bewertungsrelevante Informationen über ein Unternehmen bekannt sind und als Folge davon verarbeitet werden können, desto kleiner ist die Differenz zwischen der Marktbewertung und dem tatsächlichen Unternehmenswert (zum Zusammenhang zwischen Informationen und Markteffizienz vgl. GILSON/KRAAKMAN, 597 ff.).

- 245 Den Aktionären stehen zwei Handlungsoptionen offen, ihrer Unzufriedenheit Ausdruck zu verleihen. Entweder können sie ihre Beteiligung verkaufen (Abwanderung) oder sie können versuchen, sich aktiv in der Gesellschaft einzubringen, um Einfluss auf das Verhalten der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrats zu nehmen (Widerspruch).⁴⁵⁶ Es ist der durch Abwanderung und Widerspruch erzeugte *Wettbewerbsdruck*, der Anreize für eine gute Führung der Gesellschaft setzt. Die geringere Liquidität nicht kotierter Aktien beschränkt die Möglichkeit des Aktionärs, einer allfälligen Unzufriedenheit mit einem Verkauf Ausdruck zu geben. Der Wettbewerbsdruck besteht dahingehend vor allem bei börsenkotierten Gesellschaften, weil den Aktionären dort einfacher beide Handlungsoptionen offenstehen.⁴⁵⁷
- 246 Loyalität im ökonomischen Sinne hemmt die Neigung zur Abwanderung und *fördert Widerspruch*. Nach diesem Verständnis sind langfristige Aktionärsbeteiligungen ein Ausdruck von Loyalität.⁴⁵⁸ Im Folgenden geht es darum, zu erörtern, ob langfristig beteiligte Aktionäre auch dem rechtswissenschaftlichen Verständnis von Loyalität entsprechen. Diese Frage ist aus den genannten Gründen von besonderem Interesse bei börsenkotierten Gesellschaften. In grundlegender Hinsicht stellt sie sich aber auch bei nicht börsenkotierten Gesellschaften. Die unterschiedliche Ausgangslage ändert nichts daran. Gleichwohl konzentrieren sich die folgenden Überlegungen in erster Linie auf kapitalmarktorientierte Gesellschaften.

B. Daueraktionär versus Spekulationsaktionär

- 247 In einer Aktiengesellschaft gibt es verschiedene Arten von Aktionären, die jeweils unterschiedliche Interessen verfolgen. Der Aktionär kann auf zwei Arten gewinnstrebiger sein: entweder durch einen stetigen Bezug der Dividende oder durch einen vorteilhaften Verkauf seiner Beteiligung. Diese beiden Mittel zum Verfolgen der Gewinnstrebigkeit führen zu unterschiedlichen Einstellungen hinsichtlich der *Dauer der Aktionärsbeteiligung*. Bei börsenkotierten Gesellschaften kann unterschieden werden zwischen langfristig orientierten Daueraktionären und kurzfristig orientierten Spekulationsaktionären.⁴⁵⁹

⁴⁵⁶ Zum Konzept von Abwanderung und Widerspruch gemäss HIRSCHMAN vgl. vorne Rz. 48.

⁴⁵⁷ Zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 2.

⁴⁵⁸ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 49.

⁴⁵⁹ Bei nicht börsenkotierten Gesellschaften hat die Gliederung in Mehrheits- und Minderheitsaktionäre eine grössere Bedeutung (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 43). Aufgrund der stärkeren Bindung der Aktionäre an die Gesellschaft ist die Dauer

1. Daueraktionär

Ein Daueraktionär hat ein Interesse an einer stabilen und gesunden finanziellen Basis der Gesellschaft. Er hat in der Regel einen langfristigen *Anlagehorizont* und ist eher bereit, auf kurzfristige Erträge zu verzichten.⁴⁶⁰ Es gibt unterschiedliche Arten von Aktionären, die typischerweise Daueraktionäre sind. 248

a) *Unternehmeraktionär*

Der *Unternehmeraktionär* ist vor allem interessiert an einer Einflussnahme auf die Geschäftsführung der Gesellschaft und an Mitsprache. Er verfügt regelmässig über eine grosse Beteiligung oder gar über eine Mehrheitsbeteiligung. Nicht selten hat ein Unternehmeraktionär eine Vertretung im Verwaltungsrat der Gesellschaft. Das erlaubt ihm, stärker auf die Geschäftsstrategie Einfluss zu nehmen.⁴⁶¹ 249

b) *Anlegeraktionär*

Der Anlegeraktionär ist in erster Linie interessiert daran, mit seiner Beteiligung *Gewinne zu erzielen*. Gegenüber dem Interesse am Ertrag seiner Investition ist dem Anlegeraktionär die Mitsprache in der Gesellschaft weniger wichtig.⁴⁶² Bei den Anlegeraktionären ist zu unterscheiden zwischen institutionellen Investoren und privaten Anlegeraktionären.⁴⁶³ 250

Institutionelle Investoren vereinen Kapital von einer unbestimmten Anzahl Personen auf sich, das sie aufgrund unternehmerischer Zielsetzungen zur Erreichung einer Rendite im Kapitalmarkt anlegen müssen. Sie verfügen über eine professionelle Vermögensverwaltung.⁴⁶⁴ In der Regel sind sie Grossaktionäre mit einem langfristigen Anlagehorizont.⁴⁶⁵ 251

der Aktionärsbeteiligung ein weniger relevantes Unterscheidungskriterium (zur Intensität der Bindung siehe vorne Rz. 243).

⁴⁶⁰ Zum Gesagten siehe DAENIKER, *Loyalitätsaktien*, 145; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 46; ZK-SIEGWART, Vor Art. 620 OR, N 239. Zur Ausnahme siehe hinten Fn. 465.

⁴⁶¹ Zum Ganzen siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 38.

⁴⁶² Vgl. aber die Rechtsstellung von Pensionskassen, die als institutionelle Anlegeraktionäre zu qualifizieren und aufgrund der gesetzlichen Stimmpflicht zur Mitwirkung verpflichtet sind (vgl. Art. 22 VegüV bzw. Art. 71a BVG).

⁴⁶³ Zum Ganzen siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 39 ff.

⁴⁶⁴ Zum Gesagten siehe SPILLMANN, 16 ff. Beispiele von institutionellen Investoren sind Pensionskassen, Versicherungen, Anlagefonds, Beteiligungsgesellschaften, Industrieunternehmen, Banken und Vermögensverwaltungsgesellschaften.

- 252 *Private Anlegeraktionäre* haben regelmässig auch einen langfristigen Anlagehorizont. Im Gegensatz zum institutionellen Investor ist der private Anlegeraktionär meistens Kleinaktionär. Als Folge davon ist sein Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft beschränkt. Auch für den privaten Anlegeraktionär steht die Wertanlage im Vordergrund.⁴⁶⁶ Der private Anlegeraktionär entspricht wohl am ehesten dem von BÄR beschriebenen typischen Aktionär.⁴⁶⁷

2. Spekulationsaktionär

- 253 Dagegen ist ein Spekulationsaktionär primär an *kurzfristigen Kursgewinnen* interessiert. Er strebt einen hohen Aktienkurs an und ist bereit, dieses Ziel mit hohen Ausschüttungen über mehrere Jahre hinweg zu fördern. Dementsprechend steht für ihn nicht eine langfristig angelegte Bindung zur Gesellschaft im Vordergrund, sondern die Erzielung eines Ertrags durch den Verkauf der Beteiligung nach einem Kursgewinn.⁴⁶⁸

C. Wertung des Aktienrechts betreffend Dauer der Aktionärsbeteiligung

- 254 Bei der Auslegung des Gesetzes zeigt sich, dass das Gesellschaftsrecht im Allgemeinen und das Aktienrecht im Besonderen keine ausdrückliche Wertung zugunsten langfristig beteiligter oder kurzfristig beteiligter Aktionäre enthalten. Je nach Auswirkungen kurzfristiger und langfristiger Aktionärsbeteiligungen kann aber eine implizite Wertung aus dem Gesetz hergeleitet werden.

1. Keine ausdrückliche Wertung

- 255 Indizien in Gesetz und Rechtsprechung legen den Schluss nahe, dass das schweizerische Aktienrecht eher auf die *Interessen des Daueraktionärs* ausgelegt ist. Das zeigt sich unter anderem in der Pflicht der Gesellschaft zur Bildung von Reserven

⁴⁶⁵ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 40 m.H. darauf, dass auch institutionelle Investoren zur Erzielung kurzfristiger Gewinne überraschend ihre Beteiligung verkaufen können.

⁴⁶⁶ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 41.

⁴⁶⁷ Vgl. vorne Rz. 92 bei und in Fn. 124.

⁴⁶⁸ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 42, 46; ZK-SIEGWART, Vor Art. 620 OR, N 239.

und im Recht, zusätzliche Reserven zu schaffen.⁴⁶⁹ Zudem steht das Bundesgericht einer nachhaltigen Ausrichtung der Unternehmenspolitik wohlwollend gegenüber.⁴⁷⁰ Die langfristige Orientierung von Aktiengesellschaften entspricht eher den Interessen von Daueraktionären, nicht aber von Spekulationsaktionären.

Auch in der Unternehmenspraxis scheint die Auffassung vorzuherrschen, dass den langfristigen Aktionärsinteressen der Vorzug zu geben ist. Der Swiss Code of Best Practice erwähnt – wenn überhaupt von Aktionärsinteressen die Rede ist – einzig die «Interessen langfristig engagierter Aktionäre»⁴⁷¹. Die Frage der Bedeutung der Aktionärsinteressen wurde beim Erlass des Swiss Code und der Überarbeitung intensiv diskutiert. Entsprechend dem Ziel der langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts wurde zugunsten der langfristigen Aktionärsinteressen Stellung bezogen.⁴⁷² 256

Die Ausgestaltung der Rechtsstellung des Aktionärs stellt die mutmassliche Wertung zugunsten des Daueraktionärs dagegen infrage. Zum einen hat der Aktionär ausser der Pflicht zur Liberierung gemäss Art. 680 Abs. 1 OR von Gesetzes wegen keine Pflicht – auch nicht hinsichtlich der Dauer der Beteiligung.⁴⁷³ Zum anderen kann der Aktionär seine Beteiligung grundsätzlich *jederzeit frei veräussern* – zumindest, sofern die Aktien an der Börse kotiert sind.⁴⁷⁴ Die Ausgestaltung der Rechtsstellung relativiert somit die Wertung zugunsten des Daueraktionärs. 257

⁴⁶⁹ Art. 672 OR (Pflicht zur Bildung von Reserven); Art. 673 OR. Siehe insbesondere Art. 673 Abs. 2 OR: «Freiwillige Gewinnreserven dürfen nur gebildet werden, wenn das dauernde Gedeihen des Unternehmens unter Berücksichtigung der Interessen aller Aktionäre dies rechtfertigt.»

⁴⁷⁰ BGE 100 II 384 E. 4, S. 393: «Der einzelne Aktionär muss sich demnach damit abfinden, dass die Gesellschaft (nach dem Willen der Mehrheit der Aktionäre) aus sachlichen Gründen eine Gesellschaftspolitik betreibt, die nur auf lange Sicht gewinnbringend ist [...]». Dieser Entscheid ist insofern zu relativieren, als er unter dem alten Aktienrecht erging, in dem die Schutzrechte des einzelnen Aktionärs noch nicht so ausgeprägt waren wie unter dem geltenden Recht (DAENIKER, *Loyalitätsaktien*, 145). Im gleichen Sinne wie der vorgenannte Entscheid auch schon BGE 54 II 19 E. 5, S. 28: Im Zweifel ist «dem Bestreben, das Unternehmen sicherzustellen, gegenüber demjenigen auf Erreichung eines baldigen Reingewinnes der Vorzug zu geben».

⁴⁷¹ ECONOMIESUISSE, *Swiss Code 2016*, Rz. 35.

⁴⁷² Zum Gesagten siehe HOFSTETTER, *Expertengruppe*, 7; HOFSTETTER, *Grundlagenbericht*, 3 f.

⁴⁷³ Siehe vorne Rz. 121.

⁴⁷⁴ Zur Übertragung der aktienrechtlichen Mitgliedschaft siehe MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 402 ff.

258 Das Gesetz enthält demnach *keine eindeutige Wertung* hinsichtlich der bevorzugten Dauer der Aktionärsbeteiligung. Es liegt die Vermutung nahe, dass ein Daueraktionär, sofern er ebenfalls langfristig orientiert ist, dem Interesse der Gesellschaft an der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts eher entspricht. Auf der anderen Seite können gerade Verkäufe von Beteiligungen als Reaktion auf einen Leistungsabfall die Gesellschaft dazu bringen, Massnahmen zur nachhaltigen Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit zu treffen. In diesem Sinne können auch kurzfristige Aktionärsbeteiligungen zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beitragen. Jedenfalls enthält das Gesetz keine ausdrückliche Wertung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre.

2. Implizite Wertung aufgrund des Effizienzziels des Aktienrechts?

259 Eine implizite Wertung hinsichtlich der Dauer der Aktionärsbeteiligung lässt sich unter Umständen herleiten aus dem Effizienzziel des Handelsrechts im Allgemeinen und des Aktienrechts im Besonderen.

a) Grundsatz rechtsökonomischer Betrachtung

260 Es ist eine grundlegende Frage der Wirtschaftswissenschaft, wie eine Gesellschaft die knappen vorhandenen Ressourcen einsetzt, um möglichst viele Bedürfnisse damit befriedigen zu können. Es ist das normative Gebot der Ökonomie, Regelungen vorzuschlagen, die die Verschwendung von Ressourcen vermeiden und eine *effiziente Mittelverwendung* fördern.⁴⁷⁵

261 Die Auseinandersetzung mit den wirtschaftlichen Auswirkungen eines bestimmten Verhaltens von Rechtssubjekten ist ein Teil der ökonomischen Analyse des Rechts (sog. *Law and Economics*). Die ökonomische Analyse des Rechts ermittelt und bewertet die in der Wirklichkeit ausgelösten Folgen rechtlicher Regeln.⁴⁷⁶ Es geht somit um die Beantwortung der Frage, wie Menschen auf von Rechtsnormen gesetzte Anreize reagieren.⁴⁷⁷

262 Die ökonomische Analyse des Rechts bezieht das Gebot der Ökonomie auf Normen einer Rechtsordnung. Sie untersucht rechtliche Bestimmungen darauf, inwiefern sie die Verschwendung von Ressourcen verhindern und auf diese Weise die

⁴⁷⁵ Zum Gesagten siehe statt vieler SCHÄFER/OTT, XXXIII.

⁴⁷⁶ Zum Gesagten siehe EIDENMÜLLER, Effizienz, 21.

⁴⁷⁷ Grundlegend und statt vieler COASE, 875 ff.

Effizienz steigern. Sie untersucht somit den *Zusammenhang zwischen Recht und Verhalten* und dessen Auswirkungen. Die Ökonomik bietet eine wissenschaftliche Theorie, das Verhalten von Rechtssubjekten auf Normen vorherzusagen.⁴⁷⁸

Der rechtsökonomische Ansatz ist für die vorliegende Arbeit relevant, weil es 263 darin um den Zusammenhang zwischen Recht und Verhalten geht. Es geht um die Untersuchung von noch darzustellenden rechtlichen Konzepten, die als Anreize dafür dienen sollen, dass Aktionäre ihre Beteiligungen langfristig halten.⁴⁷⁹ Das Gesetz enthält keine ausdrückliche Wertung zur Gebotenheit des Ziels der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.⁴⁸⁰ Deshalb wird untersucht, ob sich aus dem *normativen Ziel des Aktienrechts* implizit eine Wertung zugunsten langfristiger Aktionärsbeteiligungen herleiten lässt. Dazu wird das normative Ziel des Aktienrechts zunächst dargestellt.

b) Effizienzziel des Aktienrechts

aa) Übersicht über die Gesetzgebungsziele

Es lassen sich *drei grundlegende Ziele* unterscheiden, die ein Gesetzgeber mit dem 264 Erlass von Normen verfolgen kann. Mit dem Ziel der ökonomischen Effizienz wird beabsichtigt, aus den knappen vorhandenen Ressourcen den grösstmöglichen Nutzen zu ziehen. Mit dem entgegengesetzten Ziel der Verteilungsgerechtigkeit wird die Umverteilung von Ressourcen von einem Personenkreis auf einen anderen beabsichtigt. Und mit ideellen Zielen wird der Schutz fundamentaler Werte nicht monetärer Natur, wie beispielsweise der Menschenwürde, verfolgt.⁴⁸¹

Die Bestimmungen des Privatrechts dienen in erster Linie der ökonomischen Effizienz. Ein Rechtsgebiet sollte *nicht gleichzeitig Effizienzziele und Umverteilungsziele* verfolgen.⁴⁸² Das Privatrecht wird als weniger geeignet zur Verfolgung verteilungspolitischer Ziele erachtet als das öffentliche Recht.⁴⁸³ Der Grund wird unter 265

⁴⁷⁸ Grundlegend zum Ganzen COOTER/ULEN, 3 f.; POSNER, 3 ff.

⁴⁷⁹ Zu den Konzepten siehe hinten Rz. 581 ff.

⁴⁸⁰ Siehe vorne Rz. 254 ff.

⁴⁸¹ Zum Ganzen siehe EIDENMÜLLER, *Ökonomische Analyse*, 273 f.; HÄUSERMANN, *Gestaltungsfreiheit*, 17 f.

⁴⁸² COOTER/ULEN, 10; HÄUSERMANN, *Gestaltungsfreiheit*, 26 f.; KAPLOW/SHAVELL, 667 ff.; POLINSKY, 158 ff.; SCHÄFER/OTT, 18 f.; VON DER CRONE/BEYELER/DÉDEYAN, 441 f.; krit. EIDENMÜLLER, *Effizienz*, 286 ff., der es in bestimmten Konstellationen als sinnvoll erachtet, das Privatrecht für verteilungspolitische Zwecke einzusetzen.

⁴⁸³ EIDENMÜLLER, *Ökonomische Analyse*, 283 ff., 294 ff.; OTT, 31; SCHÄFER, 2 ff., 13 f.; SCHÄFER/OTT, 31, 37 f.

anderem darin gesehen, dass das Privatrecht in der Regel nicht an die persönliche wirtschaftliche Leistungsfähigkeit anknüpft. Als Folge davon wirkt die durch privatrechtliche Bestimmungen hervorgerufene Umverteilung zufällig.⁴⁸⁴ Umverteilungsziele sollten deshalb primär mit dem Sozial- und dem Steuerrecht verfolgt werden.⁴⁸⁵ Diese knüpfen an die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Einzelnen an und eignen sich somit besser für eine gezielte Verfolgung von Umverteilungszielen.⁴⁸⁶

266 Ökonomische Effizienz bedeutet, dass die knappen vorhandenen Ressourcen haushälterisch genutzt und zielführend zugunsten einer grösseren *Gesamtwohlfahrt* eingesetzt werden.⁴⁸⁷ Nach heutiger Auffassung ist Effizienz ein normativer Begriff, weil er eine Wertung zugunsten einer grösseren Wohlfahrt enthält.⁴⁸⁸ Das Effizienzziel bedeutet aber nicht, dass die Gesellschaft einzig die Interessen der Aktionäre zu berücksichtigen hat.⁴⁸⁹

267 Das Vermeiden einer Ressourcenverschwendung entspricht auch dem Gebot der *Gerechtigkeit*.⁴⁹⁰ Das bedeutet nicht, dass eine effiziente Gesellschaft in jedem Fall zu gerechten Resultaten führt. Vielmehr ist auch in der Rechtsökonomik anerkannt, dass Umverteilungsziele bei der Beurteilung von Rechtsnormen nicht ausser Acht gelassen werden können, wenn der gesellschaftliche Reichtum fair verteilt werden soll.⁴⁹¹

bb) Effizienz im Handelsrecht im Allgemeinen

268 Das Handelsrecht ist die Summe aller Gesetzesbestimmungen, die das *kaufmännische Unternehmen* in seiner besonderen Stellung und Bedeutung im Geschäfts-

⁴⁸⁴ Zum Gesagten vgl. EIDENMÜLLER, *Ökonomische Analyse*, 294 ff.

⁴⁸⁵ EUCKEN, 300 f., 312 ff.; SCHÄFER, 13; SCHÄFER/OTT, XLI; krit. EIDENMÜLLER, *Effizienz*, 316.

⁴⁸⁶ Als Beispiele genannt seien die Besteuerung nach progressiven Tarifen und die kantonalen Prämienbeiträge an die obligatorische Krankenpflegeversicherung zugunsten von bestimmten Einkommensgruppen.

⁴⁸⁷ Statt vieler MANKIW/TAYLOR, 1 ff., 179 f.

⁴⁸⁸ BLAUG, 127; MATHIS, 55; zur Diskussion, ob Effizienz ein positiver oder ein normativer Begriff sei, vgl. BLAUG, 122 ff.

⁴⁸⁹ Vgl. FRIEDMAN, *Capitalism*, 133, gemäss dem ein Unternehmen einzig die «soziale Verantwortung» hat, den Profit zu steigern. Zum Shareholder-Value-Ansatz siehe vorne Rz. 92.

⁴⁹⁰ SCHÄFER/OTT, XXXIV.

⁴⁹¹ Zum Gesagten siehe KAPLOW/SHAVELL, 667 ff.; SANCHIRICO, 797 ff.; VON WEIZSÄCKER, 123 ff.

verkehr betreffen.⁴⁹² Das primäre Gesetzgebungsziel des Handelsrechts ist die Effizienz. Im Unternehmen werden Ressourcen zur Befriedigung verschiedener Bedürfnisse eingesetzt. Führen gesetzliche Bestimmungen im Handelsrecht zu einer Verschwendung von Ressourcen, sind sie ineffizient. Die Verschwendung kann wiederum zu Ungerechtigkeit führen, weil gänzlich effiziente Regeln die Gesamtwohlfahrt stärker fördern würden. Ungerecht ist jedoch in jedem Fall, wenn in einer Gesellschaft durchwegs Ressourcen verschwendet werden.⁴⁹³ Ineffizienz widerspricht somit dem Zweck des Handelsrechts.⁴⁹⁴

cc) Effizienz im Aktienrecht im Besonderen

Die ökonomische Effizienz hat besonders im Aktienrecht eine grosse Bedeutung. Die Aktiengesellschaft dient als Rechtsform für auf Dauer angelegte, *bedeutende wirtschaftliche Unternehmen*.⁴⁹⁵ Das Grundprinzip der Effizienz, d.h. des Einsatzes knapper vorhandener Ressourcen zur Befriedigung von Bedürfnissen, akzentuiert sich deshalb im Aktienrecht noch stärker als in anderen Bereichen des Handelsrechts. Gemäss der wohl herrschenden Lehre hat das Aktienrecht neben dem Effizienzziel keine anderen Ziele, insbesondere kein Umverteilungsziel.⁴⁹⁶ 269

Die Ausrichtung des Aktienrechts auf die ökonomische Effizienz kommt insbesondere in der Treuepflicht des Verwaltungsrats zum Ausdruck. Es besteht ein inhaltlicher *Zusammenhang zwischen Effizienz und Gesellschaftsinteresse*. Der Verwaltungsrat entscheidet als oberstes Führungsorgan der Gesellschaft über die 270

⁴⁹² MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 5 N 34; so auch DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 22 N 1 ff.

⁴⁹³ Vgl. SCHÄFER/OTT, XL, gemäss denen eine durchgängig ineffiziente Gesellschaft in jedem Fall ungerecht ist.

⁴⁹⁴ Zum Ganzen vgl. COOTER/ULEN, 9; SCHÄFER/OTT, 19, die alle die Effizienz als einziges Ziel des Privatrechts qualifizieren; WESTERMANN, Vertragsfreiheit, 24, der Effizienz als einziges Ziel des Personengesellschaftsrechts sieht. Der Grundsatz scheint in jüngerer Zeit infrage gestellt. So verfolgte z.B. die Konzernverantwortungsinitiative (BBl 2015 3247 f.) die Einführung ideeller Gesetzgebungsziele im Handelsrecht.

⁴⁹⁵ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 16.

⁴⁹⁶ Ausdrücklich zum Ganzen ARMOUR et al., 22 f.; RUFFNER, Grundlagen, 54; ähnlich bereits MOHR, 14, mit Überlegungen zur Rentabilität der aktienrechtlichen Kompetenzordnung; vgl. KUNZ, Minderheitenschutz, § 5 N 38 ff. m.H. zum Minderheitenschutz. Andere Autoren gehen implizit von der Massgeblichkeit der Effizienz im Aktienrecht aus, indem sie die Effizienz aktienrechtlicher Bestimmungen nach ökonomischen Gesichtspunkten beurteilen. Siehe hierzu BOHRER, 35 ff.; BÜHLER, Corporate Governance, N 25 ff., 553 f.; GOTSCHEV, 3 ff.; NIKITINE, 11 ff.; ROTH PELLANDA, Vertragsverhältnisse, 58 ff.; STEININGER, 32 ff.

unternehmerische Tätigkeit der Gesellschaft. Er ist verpflichtet, die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren.⁴⁹⁷ Er hat sich bei seiner Tätigkeit an der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts zu orientieren.⁴⁹⁸ Eine Steigerung des Unternehmenswerts ist nur möglich, wenn der Verwaltungsrat die knappen vorhandenen Ressourcen zielgerichtet zur Förderung der Gesamtwohlfahrt einsetzt und nicht verschwendet, mit anderen Worten das Unternehmen im Sinne der Effizienz führt. Das Gesellschaftsinteresse und somit die Treuepflicht haben demnach ebenfalls eine ökonomische Komponente.⁴⁹⁹

- 271 Das Aktienrecht ist grundsätzlich kein geeignetes Mittel für Umverteilungsziele. Die *fehlende Eignung zur Umverteilung* ergibt sich aus drei Gründen. Erstens bieten aktienrechtliche Bestimmungen keinen geeigneten Anknüpfungspunkt für eine Umverteilung von Reichtum. Das Aktienrecht bezieht sich nicht auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Adressaten, sondern in der Regel funktionsgemäß auf bestimmte Gruppen innerhalb der Gesellschaft. Innerhalb dieser Gruppen können erhebliche Unterschiede in Bezug auf die persönliche Leistungsfähigkeit bestehen. Damit würde eine Umverteilung weder alle Reichen belasten noch allen Armen zugutekommen.⁵⁰⁰ Zweitens könnte eine Verteilungswirkung im Aktienrecht unter Umständen durch abweichende vertragliche Regelungen ganz oder teilweise aufgehoben werden.⁵⁰¹ Drittens würde eine Umverteilung durch aktienrechtliche Normen im Vergleich zu steuerrechtlichen Normen, die primär auf Umverteilung ausgerichtet sind, zu einer erheblichen Verzerrung führen. Der sachliche und persönliche Anwendungsbereich aktienrechtlicher Regelungen ist kleiner als die Bemessungsbasis für die Besteuerung.⁵⁰² Umverteilungsnormen mit weitem Anwendungsbereich sind effizienter als solche mit kleinem Anwendungsbereich, weil sie die Ressourcenallokation weniger stark verzerren. Deshalb wäre der unerwünschte Verzerrungseffekt aktienrechtlicher Umverteilungsnormen relativ gross.⁵⁰³

⁴⁹⁷ Art. 717 Abs. 1 OR.

⁴⁹⁸ Zum Begriff des Gesellschaftsinteresses siehe vorne Rz. 115.

⁴⁹⁹ Vgl. vorne Rz. 116.

⁵⁰⁰ HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 25; zum Privatrecht im Allgemeinen vgl. COOTER/ULEN, 8; EIDENMÜLLER, Effizienz, 447 f.; KAPLOW/SHAVELL, 674.

⁵⁰¹ Die Umverteilungswirkung wird relativiert, wenn die aktienrechtlichen Bestimmungen nicht zwingend sind. Vgl. COOTER/ULEN, 8; HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 25 f.; zum Privatrecht im Allgemeinen EIDENMÜLLER, Effizienz, 275 f., 306.

⁵⁰² Zur Notwendigkeit einer breiten Definition von steuerlichen Bemessungsgrundlagen siehe WIGGER, 166.

⁵⁰³ Zum Gesagten vgl. HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 26.

Dass aktienrechtliche Bestimmungen auch andere Wirkungen haben können, ändert nichts am grundsätzlichen Effizienzziel des Aktienrechts. Nach einer Auffassung dienen die Bestimmungen zum *Minderheitenschutz* dem «Sozialschutz».⁵⁰⁴ So gesehen bewirken sie eine Umverteilung von beherrschenden Aktionären auf Minderheitsaktionäre.⁵⁰⁵ Nach einer anderen Auffassung dienen die Bestimmungen zur aktienrechtlichen Verantwortlichkeit dem ideellen Ziel des sozialen Friedens.⁵⁰⁶ Diese Beispiele ändern nichts daran, dass die Effizienz der grundsätzliche Massstab für die Rechtsetzung und Rechtsanwendung im Aktienrecht ist.

c) Bemessung der Effizienz

Nachdem festgestellt wurde, dass die ökonomische Effizienz das primäre Gesetzgebungsziel des Aktienrechts ist, ist darzulegen, wie gemessen wird, ob eine Gesetzesbestimmung dem Effizienzziel entspricht.

aa) Kaldor-Hicks-Kriterium als Ausgangspunkt

In der Rechtsökonomik hat sich die Folgenbewertung als Methode zur Effizienzmessung durchgesetzt. Die Effizienz einer Rechtsnorm wird bemessen anhand des sog. Kaldor-Hicks-Kriteriums.⁵⁰⁷ Nach diesem Massstab ist der Übergang von einem Zustand in einen anderen effizient, wenn die vom Übergang benachteiligten Personen aus dem Gewinn der Begünstigten vollständig entschädigt werden kön-

⁵⁰⁴ So dienen z.B. nach einer Auffassung die Bestimmungen zum Minderheitenschutz dem «Sozialschutz». Implizit bedeutet das eine Gutheissung einer Umverteilungswirkung von den beherrschenden Aktionären auf die Minderheitsaktionäre. Vgl. DE BEER, 102, gemäss dem die Privatautonomie in Bezug auf die Minderheitsaktionäre nicht verwirklicht ist, weil diese ihre Interessen gegenüber den Mehrheitsaktionären nicht immer wahrnehmen können; a.M. KUNZ, Minderheitenschutz, § 6 N 17 ff., dessen Ansicht nach die eingeschränkte Privatautonomie nicht genügt für eine Begründung der Notwendigkeit eines «Sozialschutzes»; ferner FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 99, die im Aktienrecht neben der Effizienz auch andere Ziele als massgeblich erachten.

⁵⁰⁵ HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 24.

⁵⁰⁶ VON DER CRONE/CARBONARA/HUNZIKER, 27 ff.; LÄSER, 9 f.; zum deutschen und österreichischen Recht vgl. § 6 ff. MitbestG/DE bzw. § 110 ArbVG/AT, die den Arbeitnehmern einen Anspruch auf Vertretung im Aufsichtsgremium grösserer Kapitalgesellschaften einräumen. Damit wird eine Umverteilung von den Aktionären auf die Arbeitnehmer bezweckt (HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 24 f.). Zu den ideellen Rechtsetzungszielen siehe vorne Rz. 264.

⁵⁰⁷ Der Name geht zurück auf die Theorien von Nicholas Kaldor und John Richard Hicks aus dem Jahre 1939 (siehe hinten Fn. 508).

nen und den Begünstigten trotzdem ein Nettovorteil bleibt.⁵⁰⁸ Es ist unerheblich, ob die Verlierer tatsächlich entschädigt werden. Entscheidend ist, ob die *Benachteiligten entschädigt* werden könnten.⁵⁰⁹ Eine Rechtsnorm ist in diesem Sinne effizienter als eine andere, wenn nach einer hypothetischen Ausgleichszahlung an die von der Norm benachteiligten Personen niemand schlechtergestellt und mindestens eine Person bessergestellt ist.⁵¹⁰ Das Kaldor-Hicks-Kriterium ist somit ein Mittel zur Berechnung der relativen Effizienz einer Rechtsnorm.⁵¹¹

- 275 Am Kaldor-Hicks-Kriterium werden bestimmte *logische Widersprüche* kritisiert. Es gibt Konstellationen, in denen zwei Zustände wechselseitig das Kaldor-Hicks-Kriterium erfüllen. Mit anderen Worten kann ein bestimmter Zustand X einem Zustand Y vorzuziehen sein, der Zustand Y aber umgekehrt auch gegenüber dem Zustand X.⁵¹² Ausserdem kann es vorkommen, dass beim Vergleich von drei oder mehreren Zuständen eine intransitive Reihung auftritt. Das heisst, es kann sein, dass Zustand Z gegenüber X und Zustand X gegenüber Y, aber auch Zustand Y gegenüber Z bevorzugt wird.⁵¹³
- 276 Trotz der Widersprüche ist es legitim, bei der Bewertung der Effizienz von Rechtsnormen nach wie vor vom Kaldor-Hicks-Kriterium auszugehen. Die logischen Widersprüche treten nur unter bestimmten Bedingungen auf. Ausserdem ist unklar, wann diese Bedingungen im Zusammenhang mit Rechtsnormen erfüllt sind.⁵¹⁴ Deshalb sei an dieser Stelle lediglich festgehalten, dass die Anwendung des Kaldor-Hicks-Kriteriums in bestimmten Konstellationen zu widersprüchlichen Ergebnissen führen kann und sich deshalb nicht immer als Bemessungskriterium eignet.

⁵⁰⁸ KALDOR, 550; HICKS, 706.

⁵⁰⁹ Zum Gesagten siehe EIDENMÜLLER, Effizienz, 51; SCHÄFER/OTT, 20.

⁵¹⁰ Zur Effizienz einer aktienrechtlichen Norm im Besonderen siehe hinten Rz. 286.

⁵¹¹ Zum Gesagten siehe HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 20.

⁵¹² DE SCITOVSKY, 77 ff. Zu diesem Ergebnis komme es erstens, wenn sich die Einkommensverteilung beim Übergang vom Zustand X zum Zustand Y und umgekehrt stark verändert, und zweitens, wenn die Konsumpräferenzen der Begünstigten von denjenigen der Benachteiligten erheblich abweichen würden (vgl. SOHMEN, 310 ff.). Gemäss DE SCITOVSKY ist deshalb der Zustand X dem Zustand Y nur dann vorzuziehen, wenn der Übergang von Y nach X das Kaldor-Hicks-Kriterium erfülle, nicht aber gleichzeitig auch der umgekehrte Übergang (DE SCITOVSKY, 86 f.).

⁵¹³ GORMAN, 25 ff.; JUST/HUETH/SCHMITZ, 37; vgl. SEN, 32, gemäss dem eine intransitive Reihe mit einer zusätzlichen Bedingung ausgeschlossen werden kann.

⁵¹⁴ Namentlich fehlen empirische Untersuchungen zur Frage, wann es zu einer wesentlichen Veränderung der Einkommensverteilung im Sinne von DE SCITOVSKY komme (EIDENMÜLLER, Effizienz, 54).

Als Ausgangspunkt bei der Bemessung der Effizienz von rechtlichen Regelungen dient es trotzdem.

bb) Umsetzung durch Kosten-Nutzen-Rechnung

Das Kaldor-Hicks-Kriterium wird für die Rechtsökonomik nutzbar gemacht durch die Methode der Kosten-Nutzen-Analyse. Sie ist ein Mittel zur Überprüfung der Effizienz von Rechtsnormen in der Rechtsetzungslehre.⁵¹⁵ 277

Es gibt zwei unterschiedliche Ausprägungen der Kosten-Nutzen-Analyse. Im Rahmen einer quantitativen Kosten-Nutzen-Rechnung werden alle Kosten sowie der gesamte Nutzen einer bestimmten Regelung wirtschaftlich bewertet, unabhängig davon, bei wem sie entstehen.⁵¹⁶ Es ist allerdings schwierig, sämtliche Folgen einer rechtlichen Regelung abzuschätzen, weil ein entsprechendes Bewertungsmodell die ganze Volkswirtschaft abbilden müsste.⁵¹⁷ Im Rahmen einer *qualitativen Kosten-Nutzen-Analyse* werden die Auswirkungen einer Regelung zwar ebenfalls, soweit möglich, wirtschaftlich bewertet. Ist eine solche Bewertung nicht möglich, genügt aber auch eine Beschreibung der Auswirkungen in qualitativer Hinsicht.⁵¹⁸ Oft ist eine solche Methode hilfreich beim Abschätzen des Nutzens einer Regelung, weil der quantitative Nutzen und die quantitativen Kosten weniger gut abschätzbar sind.⁵¹⁹ 278

Die Richtgrösse für die Bemessung der Effizienz einer aktienrechtlichen Regelung ist der Unternehmenswert im Sinne des Gesamtwerts der Unternehmung. Der Gesamtwert der Unternehmung wird mit der Berechnung des *Discounted Cashflow* (DCF) bemessen. Dieser ist die Summe aller abgezinsten Geldflüsse (*cashflows*) geteilt durch die durchschnittlichen Kapitalkosten.⁵²⁰ Daraus folgt, dass eine aktienrechtliche Regelung im Vergleich zu einer anderen Regelung effizient ist, wenn sie zur Steigerung des Gesamtwerts aller Aktiengesellschaften beiträgt und den Adressaten Anreize setzt, den Wert der Unternehmen zu steigern. 279

⁵¹⁵ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 158; SMITH, 741.

⁵¹⁶ COMMONWEALTH OF AUSTRALIA, 2 f.; HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 21.

⁵¹⁷ OECD, Impact Analysis, 32.

⁵¹⁸ Eine monetäre Bewertung ist insbesondere dann angezeigt, wenn es an der erforderlichen empirischen Grundlage fehlt. Zur sog. «soft cost-benefit analysis» siehe OECD, Impact Analysis, 73; HÄUSERMANN, Aktionärsausschuss, 99 ff.; für Beispiele dieser Art der Kosten-Nutzen-Analyse siehe MEYER, Gläubigerschutz, 96 ff.

⁵¹⁹ OECD, Impact Analysis, 157.

⁵²⁰ Zum Gesagten siehe statt aller SPREMANN/ERNST, 91 ff. Das Gegenüber des Gesamtwerts der Unternehmung ist der Wert des Eigenkapitals.

280 Aus der Methode zur Effizienzbemessung ergibt sich, dass es einen Zusammenhang zwischen dem ökonomischen Begriff der Effizienz und dem rechtswissenschaftlichen Begriff der Aktionärsloyalität gibt. Der Unternehmenswert ist zugleich Richtgrösse für die Bemessung der Effizienz und Kern des Gesellschaftsinteresses und somit der Aktionärsloyalität.⁵²¹ Ein Aktionär, der mit seinem Verhalten den Unternehmenswert steigert, handelt dem Effizienzziel des Aktienrechts entsprechend und wahrt gleichzeitig das Gesellschaftsinteresse. Er verhält sich mithin zugleich effizient im ökonomischen Sinne und loyal im rechtswissenschaftlichen Sinne.⁵²²

d) Gestaltungsfreiheit als Mittel des Effizienzziels

281 Die Gestaltungsfreiheit ist die Möglichkeit der Aktionäre, die Rechtsbeziehungen in der Gesellschaft frei zu gestalten. Sie ist eine Ausprägung der Vertragsfreiheit und somit durch die Wirtschaftsfreiheit und die Eigentumsgarantie geschützt.⁵²³ Die *freie Gestaltbarkeit der Rechtsbeziehungen* beruht auf der Privatautonomie. Das bedeutet, dass die Aktionäre als Gesellschafter alleinige Träger der Gestaltungsfreiheit sind.⁵²⁴ Der Verwaltungsrat kann lediglich mittels Kompetenzzuweisung durch die Generalversammlung bestimmte Aspekte der Gesellschaft gestalten.⁵²⁵

282 Die Gesellschafter können Gestaltungsfreiheit in verschiedenen Formen ausüben. Im Vordergrund steht die Gestaltung der internen Rechtsverhältnisse durch den Erlass von *Statutenbestimmungen*. Denkbar ist aber auch die Gestaltung durch Generalversammlungsbeschlüsse und Verträge.⁵²⁶

283 Der *Gestaltungsspielraum* der Aktionäre ist je nach Sachbereich grösser oder kleiner. Beschränkt wird die Gestaltungsfreiheit durch Vorschriften im Aktienrecht und im Kapitalmarktrecht. Im Bereich der Organisation der Geschäftsfüh-

⁵²¹ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 115 ff.

⁵²² Zum Begriff Aktionärsloyalität siehe vorne Rz. 61 ff. und 192 ff. (Zusammenfassung).

⁵²³ Vgl. BGE 130 I 26 E. 4.3, S. 41, wonach die Vertragsfreiheit ein zentrales Element der Wirtschaftsfreiheit sei; ebenso BGE 113 Ia 126 E. 8c, S. 339.

⁵²⁴ Zum Gesagten siehe LAMBERT, 168 ff.; HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 12; vgl. WEBER, Privatautonomie, 206; HOFSTETTER, Haftungsregeln, 69 ff., der Effizienz als Ziel des internationalen Wirtschaftsrechts sieht.

⁵²⁵ LAMBERT, 170 ff.

⁵²⁶ So z.B. der Generalversammlungsbeschluss über eine ordentliche Kapitalerhöhung. Der Begriff Statutenautonomie gemäss LAMBERT, 167, ist deshalb zu eng gefasst (HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 12).

nung sind die Vorschriften flexibel.⁵²⁷ In Bezug auf die Verteilung der Kompetenzen zwischen der Generalversammlung und dem Verwaltungsrat ist der Spielraum aufgrund des Paritätsprinzips klein.⁵²⁸ Eher gering ist die Gestaltungsfreiheit börsenkotierter Gesellschaften in Bezug auf kapitalmarktrechtliche Vorschriften.⁵²⁹ Im Vergleich zum deutschen Aktienrecht ist das Ausmass der Gestaltungsfreiheit im schweizerischen Recht gross.⁵³⁰ Im Vergleich zum britischen Recht ist die Gestaltungsfreiheit im schweizerischen Recht dagegen eher klein.⁵³¹

Die Gestaltungsfreiheit ist *instrumenteller Natur*. Sie ist ein Mittel des Gesetzgebers zur Verwirklichung des Effizienzziels im Gesellschaftsrecht. Sie ist somit unmittelbar wertfrei und dient höchstens mittelbar dem Effizienzziel des Gesellschaftsrechts.⁵³² Angesichts ihres instrumentellen Charakters ist die Gestaltungsfreiheit zu befürworten, wenn die privatautonome Rechtsgestaltung zu einem effi-

⁵²⁷ Es gilt der Grundsatz der Selbstorganisation. Vgl. z.B. Art. 716b Abs. 1 OR, gemäss dem die Geschäftsführung unter Vorbehalt des Erlasses eines Organisationsreglements an Mitglieder oder Dritte delegiert werden kann; Art. 713 OR, der nur wenige Vorgaben in Bezug auf die Geschäftsordnung des Verwaltungsrats macht; BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 131 m.H. auf die Einschränkung der Gestaltungsfreiheit im Bereich der Publikumsgesellschaften; FORSTMOSER, Organisation, § 11 N 29; ISELI, N 90; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Verwaltungsrat, 68; TRIGO TRINDADE, 185; ROTH PELLANDA, Organisation, N 127; VON DER CRONE/CARBONARA/MAROLDA MARTÍNEZ, 405; WEBER, Vertretung, 77 f.; BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 712, N 3 m.w.H.

⁵²⁸ Vgl. DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 12 N 14. Viele Entscheide fallen entweder unter die unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats (Art. 716a Abs. 1 OR, Art. 716 Abs. 2 OR) oder gehören zu den unübertragbaren Aufgaben der Generalversammlung (Art. 698 Abs. 2 OR).

⁵²⁹ Oft sind diese zwingend, wie z.B. die Kotierungsvorschriften (RÖTHELI/IFFLAND, 309). Oder die Ausnahmen sind genehmigungsbedürftig (z.B. die Ausnahmen von der Offenlegungspflicht gem. Art. 123 Abs. 2 FinfraG oder die Ausnahmen von der Angebotspflicht gem. Art. 136 Abs. 1 FinfraG).

⁵³⁰ FORSTMOSER, Gestaltungsfreiheit, 256 ff. Im deutschen Recht ist die Gestaltungsfreiheit namentlich eingeschränkt durch den Grundsatz der Arbeitnehmermitbestimmung (§ 96 AktG/DE) und der Satzungsstrenge (§ 23 Abs. 5 AktG/DE). Letzterer besagt, dass die Satzungen nur insoweit vom Gesetz abweichen dürfen, als es das Gesetz ausdrücklich zulässt.

⁵³¹ Insbesondere bezüglich der Befugnisse des Board of Directors sind die Anforderungen des britischen Rechts weniger streng. Siehe hierzu DAVIES/WORTHINGTON, § 14-2.

⁵³² Zum Gesagten siehe HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 32 f.; vgl. DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 1 N 48.

zienteren Ergebnis führt als zwingende gesetzliche Bestimmungen.⁵³³ So gesehen ist die aktienrechtliche Gestaltungsfreiheit ein operationeller Wert.⁵³⁴

3. Zwischenfazit

- 285 Das Gesetz enthält *keine ausdrückliche Wertung* zugunsten einer langfristigen Aktionärsbeteiligung. Es gibt zwar Anhaltspunkte, dass der Gesetzgeber und die Rechtsprechung eher zugunsten des Daueraktionärs Stellung bezogen haben. Diese Wertung äussert sich namentlich in der Pflicht der Gesellschaft zur Bildung von Reserven. Ein langfristig orientierter Aktionär scheint einer auf lange Sicht erfolgreichen Geschäftspolitik eher zu entsprechen als ein kurzfristig orientierter. Der Aktionär ist allerdings nicht verpflichtet, die Aktien langfristig zu halten. Es lässt sich deshalb keine eindeutige Wertung zugunsten oder zulasten langfristig orientierter Aktionäre aus dem Gesetz herleiten.⁵³⁵
- 286 Eine Wertung zugunsten langfristiger Aktionärsbeteiligungen könnte sich implizit aus dem *Effizienzziel des Aktienrechts* ergeben. Zunächst wurde festgestellt, dass das Gesetzgebungsziel des Aktienrechts die wirtschaftliche Effizienz ist. Effizienz bedeutet, dass die knappen vorhandenen Ressourcen ohne Verschwendung zur Steigerung der Gesamtwohlfahrt eingesetzt werden. Erreicht wird die Steigerung der Gesamtwohlfahrt durch die Steigerung des Gesamtwerts aller Unternehmungen. Eine aktienrechtliche Norm ist in diesem Sinne effizient, wenn sie Anreize dafür setzt, dass die Normadressaten den Unternehmenswert steigern.⁵³⁶ Bemessen wird dies mit einer sog. Kosten-Nutzen-Analyse. In deren Rahmen werden die Auswirkungen einer Regelung, soweit möglich, wirtschaftlich bewertet und ansonsten in qualitativer Hinsicht beschrieben. Die Gestaltungsfreiheit ist ein Mittel zur Erreichung des Effizienzziels. Führt sie zu einem effizienteren Ergebnis als zwingende gesetzliche Regeln, ist eine privatautonome Regelung zu bevorzugen.⁵³⁷
- 287 Aus dem Gesagten ergibt sich vorläufig, dass sich aus dem Gesetz eine *bedingte implizite Wertung* zugunsten langfristiger Aktionärsbeteiligungen herleiten lässt. Die Wertung steht unter der Bedingung, dass langfristige Aktionärsbeteiligungen

⁵³³ EASTERBROOK/FISCHEL, *Economic Structure*, 15. Zum Vorrang oder Primat der Gestaltungsfreiheit im Aktienrecht siehe auch HÄUSERMANN, *Gestaltungsfreiheit*, 57 ff.

⁵³⁴ Zum Begriff des operationellen Werts siehe ROBERT/ZECKHAUSER, 629.

⁵³⁵ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 255 ff.

⁵³⁶ Zur Effizienz von Rechtsnormen im Allgemeinen siehe vorne Rz. 274.

⁵³⁷ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 284.

zur Steigerung des Unternehmenswerts beitragen. Dazu müssen die wirtschaftlichen Auswirkungen kurzfristiger und langfristiger Aktionärsbeteiligungen auf den Gesamtwert einer Unternehmung ermittelt und miteinander verglichen werden. Erst dann lässt sich sagen, ob eine rechtliche Regelung zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen dem Effizienzziel des Aktienrechts entspricht und somit aus aktienrechtlicher Sicht legitim ist.⁵³⁸

IV. Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt

In einem zweiten Schritt der Aufnahme des Ist-Zustands wird untersucht, wie sich die geltenden gesetzlichen Regeln zur aktienrechtlichen Mitgliedschaft auf die Dauer der Aktionärsbeteiligung auswirken und wie diese Auswirkungen wirtschaftlich zu bewerten sind. 288

Die wirtschaftliche Folgenbewertung dient als Anhaltspunkt zur Beantwortung der Frage, ob die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ein *aus aktienrechtlicher Sicht legitimes Ziel* ist. Das Gesellschaftsinteresse ist im Aktienrecht von zentraler Bedeutung. Der Verwaltungsrat hat im Rahmen seiner Treuepflicht die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren. Das Gesellschaftsinteresse liegt in der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts. Ergibt sich aus der wirtschaftlichen Folgenbewertung, dass die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beiträgt, liegt sie im Gesellschaftsinteresse und ist mithin ein aus aktienrechtlicher Sicht legitimes Ziel. 289

In einem ersten Schritt wird im Sinne einer Vorbemerkung auf den Einbezug empirischer Erkenntnisse eingegangen (A.). Empirische Erkenntnisse können eine realitätsnahe Grundlage für die Bewertung der Folgen gesetzlicher Regelungen liefern. In einem zweiten Schritt werden beobachtbare Indizien beschrieben, aus denen gemeinhin auf eine suboptimale kurzfristige Orientierung des Kapitalmarkts geschlossen wird (B.). In einem dritten Schritt wird ermittelt, ob der Kapitalmarkt tatsächlich von einer suboptimalen Kurzfristigkeit geprägt ist. Dazu dienen unterschiedliche empirische Studien zu den wirtschaftlichen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt (C. und D.). Danach werden die Ergebnisse zusammengefasst und interpretiert (E.). 290

⁵³⁸ Vgl. hinten Rz. 562.

- 291 Dieser zweite Schritt der Aufnahme des Ist-Zustands dient der Beantwortung der Frage, ob langfristige Aktionärsbeteiligungen überhaupt gefördert und begünstigt werden sollen.⁵³⁹

A. Vorbemerkung zum Einbezug empirischer Erkenntnisse

- 292 Wenn es darum geht, die Folgen menschlichen Verhaltens aufgrund von Rechtsnormen zu bewerten oder abzuschätzen, bedarf es einer interdisziplinären Herangehensweise unter Berücksichtigung ökonomischer und empirischer Erkenntnisse. Die ökonomische Theorie dient dabei als Grundlage für die Empirie. Beim Einbezug der empirischen Erkenntnisse im Rahmen der Aufnahme des Ist-Zustands sind verschiedene Schwierigkeiten im Zusammenhang mit der Verfügbarkeit der Daten und der empirischen Messung zu berücksichtigen.

1. Notwendigkeit eines interdisziplinären Ansatzes

- 293 Recht kann nur etwas bewirken, wenn es das Verhalten seiner Adressaten ändert. Es ist deshalb zunächst wichtig, dass man das Verhalten der Adressaten versteht. Erst dann hat man eine Chance, die *Wirkung einer normativen Regelung* vorherzusehen.⁵⁴⁰ In der vorliegenden Arbeit geht es um Regeln in Gesetz und/oder Statuten, mit denen das Verhalten von Aktionären im Sinne ihrer langfristigen Beteiligung gefördert und begünstigt werden soll. Es ist deshalb zunächst wichtig, das Verhalten der Aktionäre in Bezug auf die Dauer ihrer Beteiligung zu verstehen und zu bewerten. Dazu dient der Einbezug ökonomischer Theorie und empirischer Erkenntnisse zur kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt.
- 294 Zur Beurteilung der Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt bedarf es eines *interdisziplinären Ansatzes*. Eine rein rechtswissenschaftliche Analyse würde keinen Aufschluss geben über die Auswirkungen geltenden Rechts und die potenzielle Wirkung zukünftigen Rechts. Die Untersuchung bezieht deshalb Elemente der Wirtschaftswissenschaft und der Verhaltenswissenschaft mit ein und setzt die Beobachtungen und Bewertungen in einen rechtswissenschaft-

⁵³⁹ Zum ersten Schritt der Aufnahme des Ist-Zustands, in dem ermittelt wird, ob langfristige Aktionärsbeteiligungen grundsätzlich überhaupt gefördert werden dürfen, vgl. hinten Rz. 239 ff.

⁵⁴⁰ Zum Gesagten siehe ENGEL, 363.

lichen Zusammenhang, indem die Erkenntnisse interpretiert und vorsichtig normative Forderungen daraus hergeleitet werden.

2. Ökonomische Theorie als Grundlage der Empirie

a) Zusammenhang zwischen Theorie und Empirie

Der Einbezug empirischer Erkenntnisse zur Rechtsfolgenbewertung bedarf einer theoretischen Grundlage. Theoretische Ansätze zur Erklärung eines bestimmten Verhaltens bilden die Grundlage zur Beurteilung der Wirksamkeit und allfälliger Nebenwirkungen entsprechender Regulierungsansätze und zur Durchführung empirischer Untersuchungen.⁵⁴¹ In der ökonomischen Theorie wurden zahlreiche unterschiedliche Modelle zur Erklärung der Ursachen kurzfristiger Orientierung von Unternehmen und Aktionären im Kapitalmarkt entwickelt. Sie bringen die *Zweifel an der Hypothese der Allokationseffizienz der Kapitalmärkte* zum Ausdruck.⁵⁴² Anhand der Modelle lassen sich Wirkungsketten aufzeigen, durch die suboptimales kurzfristiges Verhalten im Kapitalmarkt entstehen kann. Sie zeigen indes nicht auf, dass kurzfristiges Verhalten tatsächlich existiert.⁵⁴³ Diese Frage versucht die empirische Forschung zu beantworten.⁵⁴⁴ 295

In der vorliegenden Untersuchung wird der *Schwerpunkt auf die empirischen Untersuchungen* gelegt. Indem sie die theoretischen Modelle der ökonomischen Forschung überprüfen, vermögen sie insgesamt ein realitätsnäheres Verständnis des menschlichen Verhaltens zu vermitteln.⁵⁴⁵ Realitätsbasierte Annahmen zum Verhalten eines Menschen führen zu genaueren Vorhersagen zukünftigen Verhaltens.⁵⁴⁶ Auf die entsprechende ökonomische Theorie wird in den Grundzügen und angelehnt an die bisherige Forschung zum Thema, insb. von BUEREN, eingegangen.⁵⁴⁷ 296

⁵⁴¹ Zum Gesagten siehe BUEREN, 534; vgl. RODI, 17 f.

⁵⁴² Zum Gesagten vgl. RUFFNER, Grundlagen, 384 f.

⁵⁴³ Zum Gesagten siehe BUEREN, 567; WAHAL/McCONNELL, 308.

⁵⁴⁴ BUEREN, 1019.

⁵⁴⁵ Zum Gesagten siehe HEINEMANN, 31 f.; SCHÄFER/OTT, 103.

⁵⁴⁶ CAMERER, 182; LÜDEMANN, 21; a.M. FRIEDMAN, Positive Economics, 3, 30 ff., 40 ff., gemäss dem es nicht auf realistische Annahmen ankomme, sondern auf die Genauigkeit der Prognosen aufgrund eines Modells.

⁵⁴⁷ Siehe darüber hinaus BUEREN, 388 ff. m.w.H., mit einer grundlegenden Darstellung der ökonomischen Theorie zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt; aus der schweizerischen Literatur RUFFNER, Grundlagen, 383 ff.

b) Ökonomische Theorie zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt

aa) Grundannahme

- 297 Die ökonomische Theorie zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt ist vielfältig. Die unterschiedlichen Modelle betrachten jeweils *unterschiedliche Ursachen* kurzfristigen Verhaltens im Kapitalmarkt. Es gibt demnach nicht das eine theoretische Modell, das kurzfristiges Verhalten im Kapitalmarkt zu erklären versucht. Besonders bedeutende Theorien und Modelle beruhen im Kern aber auf der gleichen Grundannahme – der Hypothese der Informationslücke.⁵⁴⁸
- 298 Die *Hypothese der Informationslücke* basiert vereinfacht auf den folgenden vier Annahmen: Erstens besteht im Kapitalmarkt sowohl unter Anlegern als auch unter Leitungsorganen Ungewissheit über den tatsächlichen Wert von Unternehmen und Investitionsprojekten. Zweitens reagiert der Aktienpreis auf kurzfristige Erträge, obwohl diese höchstens ein Indiz für den tatsächlichen Wert eines zu bewertenden Unternehmens oder Investitionsprojekts sind. Drittens wissen die verschiedenen Akteure – d.h. Anleger, Intermediäre, Leitungsorgane – unterschiedlich gut Bescheid über die Verhältnisse in den Unternehmen. Und viertens handeln die verschiedenen Akteure mit unterschiedlichen Zeithorizonten. Treffen diese Annahmen zu, können Unternehmen langfristige Investitionen zur Steigerung kurzfristiger Erträge kürzen, um den Kapitalmarkt zu einer Überbewertung zu veranlassen. Insbesondere Akteure mit kurzfristigen Zeithorizonten können davon profitieren. Langfristig können solche Zusammenhänge aber nachteilig sein.⁵⁴⁹
- 299 Im Folgenden seien ausgewählte Hypothesen zur Erklärung kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt in der gebotenen Kürze dargelegt.

bb) Modelle zu allokatonsineffizienten Kapitalmärkten

- 300 Mehrere Theorien befassen sich mit *Informationsasymmetrien* als Ursache für Allokationsineffizienz im Kapitalmarkt. Dazu gehören zwei Modelle, die davon ausgehen, dass Informationsasymmetrien hinsichtlich der Rentabilität von Unternehmen bestehen.⁵⁵⁰

⁵⁴⁸ Zum Gesagten siehe BUEREN, 394 f.; FROOT/PEROLD/STEIN, 49 f.

⁵⁴⁹ Zum Ganzen vgl. BUEREN, 394 f.; FROOT/PEROLD/STEIN, 49 ff.

⁵⁵⁰ Es können auch Informationsasymmetrien hinsichtlich der Fähigkeiten und Strategien von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern bestehen. Anleger können deren Fähigkeiten u.U. nur schwer einschätzen.

Zum einen wird angenommen, dass die *Gefahr von Unternehmensübernahmen* die 301
Leitungsorgane von Gesellschaften zu suboptimalem kurzfristigem Verhalten ver-
anlasst (sog. *takeover threat hypothesis*). Der Kapitalmarkt kann dazu neigen, ein
Unternehmen aufgrund geringer aktueller Erträge zu tief zu bewerten. Wird das ef-
fektive langfristige Wertpotenzial des Unternehmens bei der Preisbildung nicht be-
rücksichtigt, steigt die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme. Das wiederum kann
die Leitungsorgane veranlassen, die kurzfristigen Erträge des Unternehmens auf
Kosten langfristiger Investitionen zu steigern.⁵⁵¹

Zum anderen geht ein weiterentwickeltes Modell davon aus, dass der Druck im 302
Kapitalmarkt alle Leitungsorgane von Unternehmen dazu veranlasst, kurzfristige
Erträge aufzublähen, um eine Unterbewertung des Unternehmens zu vermeiden
und das Risiko einer Übernahme zu reduzieren. Dieses Modell beruht auf der An-
nahme, dass bestimmte Investitionen für aussenstehende Investoren nicht sichtbar
sind (sog. *signal-jamming model*).⁵⁵² Wissen die Investoren um dieses Verhalten,
dürften sie bei der Bewertung von Unternehmen generell einen Abschlag vorneh-
men. Das kann dazu führen, dass die Steigerung kurzfristiger Erträge ein markt-
weites Phänomen wird.⁵⁵³

Beide dargestellten Modelle zur Informationsasymmetrie der Rentabilität von Un- 303
ternehmen sind umstritten. Es wird im Wesentlichen kritisiert, die Ergebnisse
könnten je nach der dem Modell zugrunde liegenden Annahme stark variieren.⁵⁵⁴
Zudem sei die Stabilität der Auswirkungen auf Dauer unklar.⁵⁵⁵ Und schliesslich
sei fraglich, wie die im Rahmen der Modelle vorhergesagten Auswirkungen inter-

⁵⁵¹ Zum Ganzen siehe STEIN, *Takeover Threats*, 61 ff.

⁵⁵² Dazu zählen Investitionen, die sich nicht (vollumfänglich) in den Finanzkennzahlen widerspiegeln, wie z.B. die Ausbildungskosten des Personals. Siehe hierzu und zu weiteren Beispielen PORTER, *Capital Choices*, 6.

⁵⁵³ Zum Ganzen siehe das Modell von STEIN, *Capital Markets*, 655 ff.; RUFFNER, *Grundlagen*, 387.

⁵⁵⁴ Nimmt man z.B. an, dass langfristige Investitionen für sich gesehen sichtbar sind, es hingegen Unklarheiten hinsichtlich der Fähigkeit der Geschäftsleitung zum Ausnutzen von Investitionspotenzial gibt, kann das – im Gegensatz zu den vorgenannten Modellen – zu Überinvestitionen statt Unterinvestitionen in langfristige Projekte führen. Siehe z.B. die Modelle von BEBCHUK/STOLE, 719 ff., und BIZJAK/BRICKLEY/COLES, 349 ff.; vgl. zum gegenteiligen Modell STEIN, *Corporate Investment*, 122 f., der davon ausgeht, dass die Informationsasymmetrien zu einem zu geringen Niveau von Investitionen in langfristige Projekte beitragen.

⁵⁵⁵ So sei es z.B. missverständlich, dass gemäss dem vorgenannten *signal-jamming model* lediglich der aktuelle Aktienkurs für einen Manager massgebend sein solle. Das Modell gehe von der unwahrscheinlichen Annahme aus, dass Manager, die auf der

pretiert werden sollten und welche allfälligen Gegenmassnahmen gegen kurzfristige Orientierung überhaupt umgesetzt werden könnten und sollten.⁵⁵⁶ Die Kernaussagen der vorgenannten Modelle bleiben durch die Kritik aber unberührt.⁵⁵⁷

cc) Modelle zu ineffizienten Arbeitsmärkten für Leitungsorgane

- 304 Eine ergänzende Gruppe von Modellen geht davon aus, dass Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt auch auf *Informationsasymmetrien betreffend die Fähigkeit von Leitungsorganen* zurückgeführt werden kann.
- 305 Ein Modell geht davon aus, dass Leitungsorgane aufgrund von *Karrierebedenken* (sog. *career concerns*) Investitionen mit kurzfristige Erträgen gegenüber solchen mit längerfristigen Erträgen bevorzugen, um dadurch ihren Wert im Arbeitsmarkt zu erhöhen.⁵⁵⁸ Je grösser die Informationsasymmetrien zwischen Aktionären und Leitungsorgan sind, desto eher neigen die Aktionäre dazu, die Fähigkeit des Leitungsorgans anhand kurzfristiger Ergebnisse zu bewerten. Die Neigung der Leitungsorgane zur Bevorzugung kurzfristig ertragreicher Investitionsprojekte ist je nach Umständen (z.B. Amtsdauer, Informationsgrad der Aktionäre) variabel.⁵⁵⁹
- 306 Umgekehrt ist es einem Modell zufolge auch möglich, dass kurzfristig orientiertes Handeln *durch die Kapitalgeber selbst verursacht* wird. Das kann der Fall sein, wenn sich die Kapitalgeber dadurch eine frühere Möglichkeit erhoffen, die Leistungen der Leitungsorgane zu beurteilen.⁵⁶⁰
- 307 Ein weiteres Modell geht davon aus, dass kurzfristig orientiertes Handeln von Leitungsorganen bedingt ist durch *Fluktuation im Managerarbeitsmarkt*. Wenn die Vergütungsmodelle der Geschäftsleitungsmitglieder auf der aktuellen Rentabilität

Grundlage von aktuellen Erträgen entschädigt werden, ihre Vergütung in Wertpapieren sofort und ohne Abschlag verkaufen könnten. Siehe hierzu BOHLIN, 219.

⁵⁵⁶ Es stellt sich insbesondere die Frage, inwieweit die Auswirkungen Ausdruck von Ineffizienz sind, die mit Gegenmassnahmen reduziert werden sollte. Siehe hierzu z.B. CARMEL, 541 ff.

⁵⁵⁷ Z.B., dass eine auf langfristige Anreize ausgerichtete Vergütungspolitik weniger anfällig auf kurzfristige Manipulationen durch den Manager ist. Siehe hierzu BUEREN, 411 m.w.H.

⁵⁵⁸ Siehe z.B. das Modell von NARAYANAN, Incentives, 1469 ff.; zum Begriff *career concerns* und mit einer Übersicht LUNDSTRUM, 354.

⁵⁵⁹ Zum Ganzen eingehend BUEREN, 430 ff.

⁵⁶⁰ Zum Ganzen siehe BUEREN, 436 ff.; THAKOR, 1 ff., insb. 4; vgl. GÜMBEL, 428 ff., dessen Modell diesen Effekt im Verhältnis zwischen Investoren und Fondsmanagern beobachtet.

basieren, können diese Manager ab einer bestimmten Kündigungswahrscheinlichkeit dazu neigen, kurzfristig ertragreiche Investitionsprojekte gegenüber langfristig ertragreichen zu bevorzugen. Der Grund dafür ist, dass die Erträge von langfristigen Projekten den Managern mit steigender Kündigungswahrscheinlichkeit nicht mehr zugutekommen.⁵⁶¹ Das Modell gründet somit darauf, dass die Gesellschaft einen anderen Zeithorizont hat als die Geschäftsleitung persönlich (sog. *horizon problem*).⁵⁶²

Im Gegensatz dazu ist es aber auch möglich, dass Aktionäre eine kurzfristig orientierte Investitionspolitik der Gesellschaft bevorzugen, um das Risiko zukünftiger Kosten zu reduzieren, sollte ein Manager für den Fall einer ausbleibenden Lohnerhöhung mit einem Abgang drohen (sog. *holdup losses*). Das Modell basiert auf der Annahme, dass sich ein Manager mit der Zeit firmenspezifisches Wissen aneignet und dadurch seinen Wert für das Unternehmen gegenüber einem neuen Manager steigert.⁵⁶³ 308

Die beschriebenen Modelle zu den ineffizienten Managerarbeitsmärkten beziehen sich gleichermaßen auf *börsenkotierte und nicht börsenkotierte Gesellschaften*. Insofern ist deshalb nicht erklärbar, weshalb sich die Debatte zu kurzfristigem Handeln fast ausschliesslich auf börsenkotierte Gesellschaften fokussiert.⁵⁶⁴ Unabhängig davon erscheint es als praktikabler Lösungsansatz, der allfälligen kurzfristigen Orientierung im Managerarbeitsmarkt mit langfristiger Vertragsgestaltung zu begegnen. Allerdings können die Interessen der Aktionäre entgegenstehen, die Fähigkeit des Managers früh zu erkennen und gegebenenfalls zu reagieren.⁵⁶⁵ 309

dd) Modelle zu Fehlern des Managements

Im Weiteren gibt es Modelle, welche die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt auf verschiedene *Fehler des Managements* zurückführen. So würden kurze interne Amortisationszeiten zu im Vergleich zu den tatsächlichen Kapitalkosten unverhältnismässig hohen Renditehürden führen.⁵⁶⁶ Diese These gilt allerdings heute als 310

⁵⁶¹ Siehe z.B. das Modell von PALLEY, 547 ff.

⁵⁶² Zum *horizon problem* siehe TEHRANIAN/WAEGELEIN, 133; zum Ganzen siehe BUEREN, 439 ff.

⁵⁶³ Siehe z.B. das Modell von NOE/REBELLO, 385 ff.; mit einer Übersicht LUNDSTRUM, 358; zum Ganzen siehe BUEREN, 445 ff.

⁵⁶⁴ Zum Gesagten siehe BUEREN, 449 f.

⁵⁶⁵ Zum Gesagten vgl. NARAYANAN, Incentives, 1470, 1483.

⁵⁶⁶ HAYES/GARVIN, 76.

überholt. Hohe Renditehürden werden angesichts knapper Mittel in Gesellschaften auch als Mittel für eine optimale Investitionsplanung gesehen.⁵⁶⁷

c) Zwischenfazit

- 311 Die vorstehende Auswahl von Theorien zeigt, dass es viele verschiedene Erklärungsansätze zur kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt gibt.⁵⁶⁸ Die theoretischen Ansätze sind für die vorliegende Untersuchung aus verschiedenen Gründen wichtig. Zum einen sind sie eine notwendige Grundlage für den Einbezug der empirischen Erkenntnisse, zumal Letztere auf den entsprechenden theoretischen Modellen aufbauen. Zum anderen liefern sie wichtige Erkenntnisse für die Problemanalyse sowie das Ausarbeiten und Überprüfen von Normkonzepten, die auf die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen abzielen.

3. Schwierigkeiten beim Einbezug empirischer Erkenntnisse

a) Verfügbarkeit empirischer Daten

- 312 Eine Schwierigkeit des Einbezugs empirischer Erkenntnisse bei Aufnahme des Ist-Zustands im Rahmen der Rechtsetzungsmethodik ist die *fehlende Verfügbarkeit von Daten*. Es kann sein, dass sich die verfügbaren Studien auf eine andere Rechtsordnung beschränken. Weil es letztlich darum geht, Normkonzepte für eine bestimmte Rechtsordnung zu entwickeln, sollten sich bereits die Aufnahme des Ist-Zustands und auch die Problemanalyse, so gut es geht, auf empirische Erkenntnisse zu ebendieser Rechtsordnung stützen. Sollte das nicht möglich sein, vermögen Studien aus dem Ausland allenfalls Indizien für den Zustand in der besagten Rechtsordnung zu liefern.
- 313 Die meisten im Folgenden dargelegten Studien zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt beziehen sich auf den US-amerikanischen Kapitalmarkt. Es gibt nur wenige empirische Erkenntnisse zur Kurzfristigkeit im schweizerischen Kapitalmarkt.
- 314 Die Erkenntnisse der US-amerikanischen Studien lassen nur, aber immerhin, mittelbar *Rückschlüsse auf den schweizerischen Kapitalmarkt* zu. Sie beschreiben die

⁵⁶⁷ Zum Ganzen siehe BUEREN, 460 ff. m.w.H. Der Autor geht darüber hinaus auf die Bedeutung von Konzernstrukturen sowie der Unternehmenskultur im Zusammenhang mit kurzfristiger Orientierung ein. Aus dem noch jungen Forschungszweig zum Zusammenhang zwischen der Unternehmenskultur und der kurzfristigen Orientierung lassen sich indes noch keine abschliessenden Schlüsse ziehen.

⁵⁶⁸ Grundlegend hierzu vgl. BUEREN, 1019.

tatsächlichen Verhältnisse in den USA und nicht in der Schweiz. Gleichwohl erscheint ein Beizug dieser Studien im Sinne von Indizien für den schweizerischen Kapitalmarkt nicht gänzlich abwegig, weil sich das schweizerische Recht dem US-amerikanischen Recht ungefähr seit der Jahrtausendwende in zwei Bereichen angenähert hat, die in einem Zusammenhang mit der Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt stehen: im Bereich der Mitwirkungsrechte der Aktionäre und im Bereich der Unternehmenspublizität.

Im Bereich der Mitwirkungsrechte stand die Weiterentwicklung des schweizerischen Aktienrechts in jüngerer Zeit insbesondere unter dem Ziel der *Stärkung der Stellung der Aktionäre* als Eigentümer der Gesellschaft und insbesondere der Mitwirkungsrechte.⁵⁶⁹ Je stärker die Stellung der Aktionäre in einer Gesellschaft ist, desto wirksamer ist der gesellschaftsinterne Widerspruchsmechanismus. Je wirksamer der Widerspruchsmechanismus ist, desto wahrscheinlicher ist es der Theorie zufolge, dass ein unzufriedener Aktionär seine Mitgliedschaft aufgibt. Eine Stärkung der Mitgliedschaftsrechte kann sich somit der Theorie zufolge auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen und folglich auf das Mass an Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt auswirken.⁵⁷⁰ 315

Im Bereich der Unternehmenspublizität ist insgesamt eine Tendenz zur *Erweiterung der Offenlegung* von Unternehmensinformationen und eine Erhöhung der Anforderungen bezüglich der Qualität der offenzulegenden Informationen erkennbar.⁵⁷¹ Die Offenlegung von Unternehmensinformationen dient zum einen durch den Abbau von Informationsasymmetrien der besseren internen und externen Kontrolle der Unternehmensleitung.⁵⁷² Zum anderen dient die Unternehmenspublizität 316

⁵⁶⁹ Siehe z.B. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2007, 1591; BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 455 ff., 549; zur Aufwertung der Kontrollrechte vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 832. Zur Konvergenz der Leistungen von Mitwirkungsrechten der Aktionäre und zu den Rechtsstrukturen in diesem Bereich im US-amerikanischen, europäischen und deutschen Recht vgl. VOGT, Konvergenz, 37 ff., 226 ff.

⁵⁷⁰ Zum entsprechenden Grundmodell von HIRSCHMAN vgl. vorne Rz. 48.

⁵⁷¹ Zur Übersicht siehe FORSTMOSER, Wirtschaftsrecht, 138 f.; im Weiteren FISCHER-APPELT, 270; JUTZI, N 1004 ff. Zur Konvergenz der Leistungen einer Offenlegung von Unternehmensinformationen und zu den Rechtsstrukturen in diesem Bereich im US-amerikanischen, europäischen und deutschen Recht vgl. VOGT, Konvergenz, 150 ff., 235 ff.

⁵⁷² Vgl. BAETGE/THIELE, 721 ff.; zur analogen Funktion der Revision als Teil der Unternehmensinformation vgl. BOTSCHAFT REVISIONSPFLICHT 2004, 3989; zum Konzept der Informationsasymmetrie vgl. ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, 29; RUFFNER, Grundlagen, 133; VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, 259.

der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.⁵⁷³ Nur wenn genügend Unternehmensinformationen verfügbar sind, können der Wert eines Unternehmens sowie die kurz- und langfristigen Erträge einer Investition beurteilt werden. Die Unternehmenspublizität steht somit in einem Zusammenhang mit einer potenziell kurzfristigen Ausrichtung der Anleger im Kapitalmarkt.

- 317 Weil sich das schweizerische Recht im Bereich der Mitwirkungsrechte der Aktionäre und der Unternehmenspublizität dem US-amerikanischen Recht angenähert hat, ist der Beizug empirischer Erkenntnisse von Studien aus den USA zur Beurteilung der Kurzfristigkeit in der Schweiz im Sinne von Indizien nicht gänzlich abwegig. Beide Bereiche stehen in einem *Zusammenhang zum Anlagehorizont* der Aktionäre. Aufgrund der angedeuteten Konvergenz werden auch die sich auf ausländische Kapitalmärkte beziehenden Studien im Folgenden zur Annäherung an das Ausmass von Kurzfristigkeit im schweizerischen Kapitalmarkt beigezogen.

b) Schwierigkeiten der empirischen Messung

- 318 Die empirische Messung der Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt ist mit unterschiedlichen Schwierigkeiten verbunden.
- 319 Zunächst ergibt sich die *Definition von Kurzfristigkeit* nicht ohne Weiteres. Es ist unklar, welche Zeitspanne als kurzfristig und welche als langfristig gelten soll. Das liegt daran, dass die Planungshorizonte von Unternehmen je nach Branche variieren können. Es scheint sich in der empirischen Forschung durchgesetzt zu haben, dass eine Zeitspanne von drei bis fünf Jahren als langfristig gilt und eine Zeitspanne von weniger als zwei Jahren als kurzfristig.⁵⁷⁴ Das entspricht der im Rahmen der vorläufigen Zielformulierung vorgenommenen Wertung.⁵⁷⁵
- 320 Im Weiteren erfordert die empirische Messung von Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt oft das *Einsetzen von Stellvertretervariablen*. Die Zusammenhänge aus den ökonomischen Modellen können oft nicht unmittelbar beobachtet werden.⁵⁷⁶ In

⁵⁷³ Vgl. ZOBEL/KRAMER, N 12 f., gemäss dem die Informationseffizienz erforderlich ist für die Allokationseffizienz. Diese wiederum trägt bei zur Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. Die Unternehmenspublizität fördert die Informationseffizienz und auf diese Weise die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.

⁵⁷⁴ KREHMEYER/ORSAGH/SCHACHT, 9.

⁵⁷⁵ Vgl. vorne Rz. 216 ff.

⁵⁷⁶ Vgl. FROOT/PEROLD/STEIN, 54; STEIN, *Capital Markets*, 657 f., 663 f. Das betrifft im Wesentlichen die Investitionen von Unternehmen, die erst auf lange Sicht wertsteigernd sind. Aus den Modellen, die auf der Hypothese der Informationslücke basieren, geht hervor, dass solche langfristig wertsteigernden Investitionen, die für den Kapital-

den empirischen Untersuchungen werden deshalb vielfach die Investitionen in Forschung und Entwicklung aus der Geschäftsberichterstattung oder auch Angaben zu Patenten als Stellvertretervariablen verwendet.⁵⁷⁷ Ausgaben im Bereich Forschung und Entwicklung sind aber nicht zwingend langfristig.⁵⁷⁸ Zudem sind entsprechende Ausgaben in Branchen, die generell wenig forschungsintensiv sind, weniger weit verbreitet und deshalb nicht immer ein Indiz für eine langfristige oder kurzfristige Orientierung.⁵⁷⁹

Ausserdem ist die empirische Messung von kurzfristiger Orientierung mit *methodischen Schwierigkeiten* verbunden. Viele empirische Untersuchungen vergleichen die erwarteten und tatsächlichen risikobereinigten Aktienrenditen über einen langen Zeitraum. Jedoch besteht keine Einigkeit darüber, welche Bemessungsmethode zu genauen Ergebnissen führt.⁵⁸⁰ Im Weiteren ist es schwierig, die gegenseitigen Einflüsse verschiedener Elemente der Unternehmensstruktur der untersuchten Unternehmen, wie z.B. der Aktionärsstruktur und der Investitionsstrategie, so zu berücksichtigen, dass die Ergebnisse der Analyse nicht verzerrt werden.⁵⁸¹ 321

Zudem ist der *fehlende Einbezug rechtswissenschaftlicher Überlegungen* bei denjenigen empirischen Studien, deren Modelle rechtlich geprägte Variablen nutzen, problematisch. Zum einen zeigt sich bei Studien zu den gesellschaftsrechtlichen Instrumenten zur Abwehr von Übernahmen teilweise ein mangelndes Verständnis 322

markt nicht aus den Finanzkennzahlen ersichtlich sind, aufgrund kurzfristigen Verhaltens kürzungsgefährdet sind. Gerade solche Ausgaben oder die Kürzungen davon lassen sich auch bei empirischen Untersuchungen nicht beobachten.

⁵⁷⁷ Zur Qualifikation von Investitionen in Forschung und Entwicklung als langfristig vgl. BLACK, 862; HALL, 113, Fn. 2 m.w.H.; LUNDSTRUM, 359; zur theoretischen Literatur vgl. FROOT/PEROLD/STEIN, 55; ferner STEIN, Capital Markets, 657, Fn. 2. Zur Verwendung von Patenten als Stellvertreter für langfristige Investitionen in Innovation siehe z.B. FANG/TIAN/TICE, 2090.

⁵⁷⁸ BRAUER, 389; LAVERTY, Short-Termism, 839.

⁵⁷⁹ Vgl. BRAUER, 389; zur Branchenabhängigkeit von Patenten FANG/TIAN/TICE, 2091.

⁵⁸⁰ Zum Gesagten siehe MIZIK, 601; zu den Schwierigkeiten der Bemessung bei Studien über längere Zeiträume KOTHARI/WARNER, Econometrics, 3, 22.

⁵⁸¹ Es kann insbesondere zu einer sog. Endogenität kommen, eingehend hierzu BUEREN, 581 ff. Im Rahmen einer Regressionsanalyse liegt eine Endogenität vor, wenn unsystematische Einflüsse auf erklärende Variablen des Modells einwirken. Zum Problem der Endogenität in der Ökonometrie im Allgemeinen siehe PROPPE, 253 ff.; WINKER, 183; zum Problem der Endogenität im Rahmen der empirischen Forschung zum Gesellschaftsrecht im Besonderen siehe BHAGAT/ROMANO, 956 ff.

für die rechtlichen Regelungen.⁵⁸² Zum anderen kann der unbedachte Einbezug von Corporate-Governance-Indizes in empirische Untersuchungen zu einer Verzerrung führen, weil die Indizes selbst der Kritik aus der Rechtswissenschaft ausgesetzt sind.⁵⁸³ Deshalb wird gefordert, dass rechtlichen Überlegungen in der empirischen Corporate-Governance-Forschung grössere Beachtung geschenkt werden soll.⁵⁸⁴

- 323 Schliesslich gibt es auch *Fallstricke beim Umgang mit den Daten* im Rahmen empirischer Studien. Das betrifft unter anderem Aspekte des Zusammenfassens der Daten und der Interpretation der Erkenntnisse. Erstens kann die Verwendung von Mittelwerten die Erkenntnisse einer Studie verzerren.⁵⁸⁵ Zweitens ist bei der Interpretation von empirischen Erkenntnissen auch zu berücksichtigen, inwieweit mit Werten ausserhalb der statistischen und ökonomischen Relevanz umzugehen ist. Während solche Ausreisser in empirischen Studien ausgeblendet oder in der Gewichtung begrenzt werden, können sie gerade aus rechtswissenschaftlicher Sicht von Relevanz sein.⁵⁸⁶

⁵⁸² Einige Studien gehen von der Hypothese aus, dass der Erlass von Gesetzen zur Erleichterung der Abwehr feindlicher Übernahmen (sog. *takeover statutes*) die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme beeinflusst. In der Rechtswissenschaft wird dieser Zusammenhang bezweifelt, weil in der Praxis andere Abwehrmassnahmen, wie z.B. eine (unechte) «Giftpille» (zum Begriff siehe BÖCKLI, Aktienrecht, 4. Aufl., § 7 N 225 ff.), im Vordergrund stehen. Deswegen wird die Validität der entsprechenden Studien infrage gestellt. Zum Ganzen siehe CATAN/KAHAN, 644 ff.; zur vergleichbaren Kritik an Studien betreffend die Auswirkungen zur Einführung einer Giftpille vgl. COATES, 286 ff. Weil Gesellschaften immer die Möglichkeit zur Einführung einer Giftpille hätten, habe der Entscheid zur Einführung vor einem Übernahmeangebot keinen Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme.

⁵⁸³ Corporate-Governance-Indizes sollen ermitteln, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass die Aktionäre einer Gesellschaft das Leitungsorgan ersetzen. Die Elemente der Indizes, wie z.B. Regeln zu den Abstimmungen an der Generalversammlung, werden als Ursachen für ein potenzielles Abschirmen des Leitungsorgans gesehen (als Beispiel siehe GOMPERS/ISHII/METRICK, 109, 146). Es wird u.a. kritisiert, die Indizes enthielten irrelevante Kriterien oder Kriterien, die nur in bestimmten Konstellationen zu einer Abschirmung des Leitungsorgans beitragen (KLAUSNER, 1363 ff.).

⁵⁸⁴ CATAN/KAHAN, 669.

⁵⁸⁵ So z.B., wenn anstelle von Daten einzelner Unternehmen Länderdurchschnitte verwendet werden bei der Beurteilung der Frage, ob und inwieweit in Ländern mit einem hohen Mass an Investorenschutz der Streubesitz bei Aktiengesellschaften grösser sei. Zur entsprechenden Kritik an früheren Studien siehe HOLDERNESS, 42 ff.

⁵⁸⁶ BUEREN, 595 f.

Diese Schwierigkeiten der empirischen Messung kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt sind auch bei der Auswertung der Studien im Rahmen der vorliegenden Untersuchung zu berücksichtigen. 324

B. Indizien für Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt

Bevor auf die verschiedenen empirischen Studien eingegangen wird, wird auf die anekdotischen Beobachtungen hingewiesen, die mit kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt in Zusammenhang gebracht werden, aber nicht mehr als Indizcharakter haben. 325

1. Übersicht

In der rechtspolitischen Diskussion werden bestimmte *beobachtbare Entwicklungen* als allgemein anerkannte Beweise für die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt beurteilt. Dabei werden insbesondere die sinkende durchschnittliche Haltedauer börsenkotierter Aktien und gestiegene Handelsvolumina im Kapitalmarkt als Ausdruck einer kurzfristigen Orientierung der Aktionäre gesehen.⁵⁸⁷ 326

Die Beobachtungen betreffend Haltedauer und Handelsvolumina sind auf den ersten Blick zwar gesichert und leicht verständlich. Auch mag ein Zusammenhang zum Problem der kurzfristigen Orientierung gefühlsmässig naheliegen. Bei genauem Hinsehen sind aber auch diese allgemein anerkannten Belege *schwierig zu deuten*. Sie eignen sich deshalb nicht ohne Weiteres als Beleg für das Bestehen kurzfristiger Orientierung und deren suboptimalen Auswirkungen.⁵⁸⁸ 327

⁵⁸⁷ Siehe z.B. FORSTMOSER, Nachhaltigkeitsprämie, 56; vgl. DAENIKER, Loyalitätsaktien, 141 f., 147 f., der kurzfristiges Halten nicht mit kurzfristigem Denken gleichsetzt, allerdings nicht näher darauf eingeht. Daneben wird teilweise argumentiert, die Verbreitung des Hochfrequenzhandels und von Aktienrückkäufen als Massnahme zur Kurssteigerung seien Indizien für eine suboptimale Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt. Zur Argumentation betr. Aktienrückkäufe vgl. LAZONICK, Innovative, 695 ff.; LAZONICK, Profits, 48 ff.; HASKEL/WESTLAKE, 168; MAZZUCATO, 32 ff. Zur Argumentation betr. Hochfrequenzhandel vgl. DALLAS, 302 ff. m.w.H. Ferner für eine Übersicht über diese beiden populären «Beweise» für kurzfristige Orientierung BUEREN, 612 ff.

⁵⁸⁸ Zum Ganzen siehe BUEREN, 602.

2. Zusammenhang zwischen Haltedauer, Aktienumschlag und kurzfristiger Orientierung?

a) Argumentation

- 328 Anlagen im Kapitalmarkt sind zunehmend von *Kurzfristigkeit* geprägt. Seit der Mitte des letzten Jahrhunderts ist der jährliche Aktienumschlag⁵⁸⁹ an der Börse gestiegen und die durchschnittliche Haltedauer von Aktien gesunken. Die jährliche Umschlagsquote an der New Yorker Börse ist zwischen 1960 und 1980 von 12% auf 36% gestiegen.⁵⁹⁰ Bis im Jahre 2005 stieg die jährliche Umschlagsquote weiter an auf über 100%.⁵⁹¹ Gleichzeitig sank die *durchschnittliche Haltedauer* von sieben Jahren im Jahre 1960 auf zwei Jahre im Jahre 1992 und sieben-einhalb Monate im Jahre 2007.⁵⁹² Heute dürfte die Haltedauer im weltweiten Durchschnitt zwischen sechs und zwölf Monaten liegen.⁵⁹³ Hedgefonds dürften Beteiligungen im Durchschnitt noch kürzer halten.⁵⁹⁴ Bei Schweizer Aktien geht man heute von einer durchschnittlichen Haltedauer von sieben bis zwölf Monaten aus.⁵⁹⁵
- 329 Bereits in den 1980er-Jahren wurde der steigende Aktienumschlag als Ausdruck einer zunehmend *kurzfristigen Renditeorientierung* gesehen.⁵⁹⁶ Auch später wurde argumentiert, dass vermeintlich langfristig orientierte Investoren, wie beispielsweise Pensionskassen, durch diesen Trend zu einem grösseren Aktienumschlag als eigentlich beabsichtigt neigen.⁵⁹⁷ Die Europäische Kommission übernahm diese Argumentation und machte geltend, die Zunahme der Umschlagsquote und

⁵⁸⁹ Wert der gehandelten Aktien im Verhältnis zum rechnerischen Gesamtwert aller Aktien eines Index oder Fonds.

⁵⁹⁰ LOESCHER, 15 f.

⁵⁹¹ KREHMEYER/ORSAGH/SCHACHT, 11 f.

⁵⁹² ALLAIRE/FIRSIROTU, 3 m.w.H.

⁵⁹³ DELLA CROCE/STEWART/YERMO, 151; HALDANE, 16 f., 30 m.H. darauf, dass die durchschnittliche Haltedauer im Jahre 2009 in vielen Ländern bei sechs bis zwölf Monaten lag; vgl. BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 39; QUIMBY, 395; WEHRLI, 24.

⁵⁹⁴ DALLAS, 297 m.H. auf eine Statistik, dass die Haltedauer US-amerikanischer Hedgefonds im Jahre 2007 bei viereinhalb Monaten lag.

⁵⁹⁵ DAENIKER, Loyalitätsaktien, 142; STAUB-BISANG, 5; vgl. FORSTMOSER, CSR, 176, der von einer durchschnittlichen Haltedauer von eher sieben bis acht Monaten ausgeht.

⁵⁹⁶ LOESCHER, 15 f.

⁵⁹⁷ DELLA CROCE/STEWART/YERMO, 151; MITCHELL, 5, 139 f.; RAPPAPORT, Short-Term Performance, 66.

die Abnahme der durchschnittlichen Haltedauer seien Ausdruck einer nachteiligen kurzfristigen Orientierung der Aktionäre.⁵⁹⁸

b) Kritische Würdigung

Kurzfristige Aktionärsbeteiligungen müssen nicht zwingend mit einer nachteiligen kurzfristigen Orientierung von Aktionären zusammenhängen. Die durchschnittliche Haltedauer und die Umschlagsquote sind schwierig zu interpretieren. Selbst wenn die Haltedauern im Durchschnitt sinken, muss das nicht zwingend Ausdruck einer kurzfristigen Orientierung der Aktionäre sein. 330

aa) Schwierige Interpretation von Haltedauer und Umschlagsquote

Die Durchschnittswerte der Haltedauer und der Umschlagsquote sind *schwierig zu interpretieren*. Das mindert ihre Aussagekraft als Beweis für eine kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt. Die durchschnittliche Haltedauer wird teilweise aus täuschenden Angaben zur Umschlagsquote hergeleitet. Ausserdem wird sie verzerrt durch den Hochfrequenzhandel, d.h. Handelspraktiken, die von Entscheidungen im Bereich von Milli- und Mikrosekunden abhängen und bei denen die Modalitäten durch Computerprogramme bestimmt werden.⁵⁹⁹ 331

Erstens ist die *Umschlagsquote* aufgrund unterschiedlicher Faktoren *kein zuverlässiger Wert* zur Begründung einer kurzfristigen Orientierung von Anlegern. Die Umschlagsquote bildet – meistens auf einer jährlichen Basis – das Verhältnis zwischen der Anzahl Transaktionen und dem Gesamtwert eines Investmentfonds oder Wertpapierportfolios ab.⁶⁰⁰ Je nach Berechnungsmethode wird der Wert des Geschäfts mit Fondsanteilen von der Summe der Käufe und Verkäufe von Wertpapieren abgezogen oder nicht.⁶⁰¹ Das führt dazu, dass die Umschlagsquote je nach Be- 332

⁵⁹⁸ EUROPÄISCHES PARLAMENT/EUROPÄISCHER RAT, ABl. L 132 vom 20.05.2017, 15, E. 2; EUROPÄISCHE KOMMISSION, KOM(2011) 164 endgültig, 14; EUROPÄISCHE KOMMISSION, MEMO/17/592, 1, mit der Aussage, die Gründe für eine Fokussierung auf kurzfristiges Handeln seien erstens der Umstand, dass institutionelle Investoren ihre Vermögensverwalter in zu kurzen Abständen beurteilen, zweitens die gesunkene durchschnittliche Haltedauer von acht Monaten auf dem Aktienmarkt und drittens die hohe Umschlagsquote des Portfolios von Fondsmanagern.

⁵⁹⁹ Zum Ganzen siehe KAY, Interim Report, Ziff. 6.12. Zur Definition von Hochfrequenzhandel siehe MONSCH, 9; vgl. CESR, Ziff. 201; GOLDSTEIN/KUMAR/GRAVES, 178.

⁶⁰⁰ INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, 3.

⁶⁰¹ Mit dem Abzug des Volumens des Anteilsscheingeschäfts vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION, ABl. L 199 vom 07.06.2004, 34, 37. Ohne Abzug des Volumens des Anteilsscheingeschäfts und auf der Grundlage der kleineren Werte der Käufe und Ver-

rechnungsformel eine andere Bedeutung hat.⁶⁰² Ausserdem bringt eine hohe Umschlagsquote nicht zwingend zum Ausdruck, dass sich ein Fonds nur kurzfristig an einer Gesellschaft beteiligt. Vielmehr halten Fonds üblicherweise einen Grossteil ihrer Beteiligung über eine längere Zeit und passen lediglich die Gewichtung durch den Kauf oder Verkauf eines kleineren Teils an.⁶⁰³ Und schliesslich ist ein wesentlicher Teil der Handelsaktivität auf äussere Umstände zurückzuführen, die nichts über eine allfällige kurzfristige Orientierung sagen.⁶⁰⁴

- 333 Zweitens zeichnet der Durchschnittswert der Haltedauer kein verlässliches Bild der Investorengesamtheit. Der Grund für den tiefen Durchschnitt bei der Haltedauer sei der *Hochfrequenzhandel* einer Minderheit von Aktionären. Schätzungen zufolge machte der Hochfrequenzhandel in Europa bereits im Jahre 2010 zwischen 30% und 40% des gesamten Börsenhandels von Aktien und Futures aus – Tendenz steigend.⁶⁰⁵ Allerdings dürften diese Marktteilnehmer nur kleine Aktienpositionen halten.⁶⁰⁶ Dass die Haltedauer im Durchschnitt gesunken sei, müsse nicht bedeuten, dass die Haltedauer der Mehrheit von Anlegern gesunken sei.⁶⁰⁷
- 334 Vereinzelt wird in der Lehre vertreten, die Haltedauern gewichtiger Aktionäre seien gar nicht gesunken.⁶⁰⁸ Ein Indiz für diese These ist gemäss *Kritikern* der Umstand, dass die Haltedauer von institutionellen Investoren in den USA zwischen 1985 und 2010 schwankend war, aber im Ergebnis gar leicht gestiegen

käufe von Wertpapieren vgl. SEC, Form N-1A, abrufbar unter <<https://perma.cc/AML4-M3H2>> (abgerufen am 11.01.2023).

⁶⁰² Gemäss der Berechnungsmethode der Europäischen Kommission bedeutet eine Umschlagsquote von 200%, dass das Portfolio in der Berichtsperiode ein Mal umgeschlagen worden ist. Gemäss der Formel der SEC drückt eine Umschlagsquote von 100% einen Umschlag des gesamten Portfolios aus. Siehe hierzu INVESTMENT ASSOCIATION, 20; INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, 3 f.

⁶⁰³ INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, 4 ff.

⁶⁰⁴ Vgl. STAPLEDON, 219, der u.a. nicht ermessensabhängige Zu- und Abflüsse erwähnt (z.B. die Wiederanlage von Dividenden).

⁶⁰⁵ HALDANE, 17; vgl. BOUVERET et al., 4, 11, 15, gemäss denen der Anteil des Hochfrequenzhandels an europäischen Börsen im Jahre 2013 je nach Definition zwischen 24% und 43% des Gesamthandelsvolumens bzw. zwischen 58% und 76% der gesamten Orderzahl lag.

⁶⁰⁶ ISAKSSON/ÇELIK, 29.

⁶⁰⁷ CREMERS/PAREEK, 1661 ff.; vgl. ROE, Short-Termism, 1000, mit Verweis auf eine nicht mehr verfügbare Version eines unveröffentlichten Manuskripts der beiden vorgenannten Autoren und einer weiteren Person.

⁶⁰⁸ ROE, Short-Termism, 981, 1000; vgl. demgegenüber ROE, Stock Market, 82, wo nur noch von einer gesunkenen durchschnittlichen Haltedauer die Rede ist.

ist.⁶⁰⁹ Empirische Untersuchungen zur Frage, ob sich kurzfristige Anlagehorizonte in den Aktienkursen niederschlagen, kamen zu unterschiedlichen Ergebnissen.⁶¹⁰

bb) Kurze Haltedauern als Ausdruck des funktionierenden Markts für Unternehmenskontrolle

Nach einer These sind kurzfristige Haltedauern Ausdruck einer *konstanten Beurteilung des Wertpotenzials* der Unternehmen auf kurze und auf lange Sicht und somit nicht Ausdruck einer kurzfristigen Orientierung. Es ist dabei zu unterscheiden zwischen dem normalen Börsenmarkt und dem späteren Einsetzen des Markts für Unternehmenskontrolle. 335

Der Börsenmarkt bildet den tatsächlichen Unternehmenswert ab und trägt dadurch zur Kapitalallokation bei.⁶¹¹ Nach der *Kapitalmarkteffizienzhypothese* in halbstarker Ausprägung widerspiegelt der Aktienkurs unmittelbar alle im Markt vorhandenen und somit öffentlichen Informationen.⁶¹² Im Rahmen der konstanten Bewertung des Unternehmens fliessen auch Beobachtungen zum Verhalten der 336

⁶⁰⁹ ROE, Short-Termism, 1000 m.H. auf eine frühere Version eines Arbeitspapiers von CREMERS/PAREEK/SAUTNER. In einer späteren Version findet sich diese Aussage nicht mehr (CREMERS/PAREEK/SAUTNER, Mispricing, 1 ff.). Vgl. immerhin CREMERS/PAREEK, 1661 ff., mit der Aussage, dass sich der Medianwert der Haltedauer im Zeitraum von 1985 bis 2010 schwankend entwickelt habe. Der Medianwert war am Ende der Untersuchungsdauer höher als am Anfang.

⁶¹⁰ Siehe MILES, Short Termism, 1391 ff. m.H. auf Indizien für kurzfristige Anlagehorizonte im britischen Aktienmarkt in den 1980er-Jahren; krit. SATCHELL/DAMANT, 1218 ff.; vgl. BLACK/FRASER, 152 f., mit einer Studie, gemäss der der britische Aktienmarkt gegenüber anderen Aktienmärkten (AU, DE, JP, USA) besonders kurzfristig ausgerichtet sei. Demgegenüber sieht ROE, Short-Termism, 993 ff. m.w.H., unterschiedliche Beispiele von Überbewertungen in der Vergangenheit als Indizien für eine langfristige Ausrichtung der Anleger.

⁶¹¹ SCHENKER, Übernahmerecht, 3, 19.

⁶¹² Gemäss der starken Ausprägung der Kapitalmarkthypothese sind sämtliche Informationen in den Aktienkursen abgebildet. Nach der halbstarke Form sind alle öffentlichen Informationen in den Aktienkursen enthalten. Und die schwache Form der Kapitalmarkthypothese geht davon aus, dass die Aktienpreise alle Informationen widerspiegeln, die in den zurückliegenden Preisen enthalten sind. Grundlegend zur Kapitalmarkteffizienzhypothese und zu deren unterschiedlichen Ausprägungen vgl. FAMA, Efficient, 413 ff.; zur Informationseffizienz des schweizerischen Aktienmarkts vgl. RUFFNER, Grundlagen, 359 f., 420; ferner WATTER, Unternehmensübernahmen, N 213 ff.; WERLEN, 21 f.; WILLEY, 141 f. m.w.H.

Leitungsorgane als positive oder negative Faktoren in die Bewertung ein.⁶¹³ Stellen die Aktionäre einer börsenkotierten Gesellschaft fest, dass die Leitungsorgane ihre Interessen nicht wahrnehmen, kann es zu einer Häufung von Verkäufen kommen. Häufen sich die Verkäufe der Aktien einer Gesellschaft, führt das zu einem tieferen Aktienkurs.⁶¹⁴

- 337 Sinkt der Aktienkurs, wird die *Bewertungslücke* zwischen dem Wertpotenzial der Unternehmung und der Börsenkapitalisierung entsprechend grösser. Dadurch wird das Unternehmen interessanter für potenzielle Übernehmer, die die Kontrolle über die Gesellschaft erlangen und den Wertunterschied beseitigen wollen. Die Häufung der Verkäufe durch unzufriedene Aktionäre und der sinkende Aktienkurs führen zum Einsetzen des Markts für Unternehmenskontrolle.⁶¹⁵
- 338 Der Markt für Unternehmenskontrolle kann im Gegensatz zum normalen Börsenmarkt zu Veränderungen in Bezug auf die Kontrolle über das Unternehmen führen.⁶¹⁶ Die Geschäftsleitung oder der Verwaltungsrat können die Signale des Börsenmarkts auch einfach übersehen.⁶¹⁷ Der präventive Druck des Markts für Unternehmenskontrolle kann dazu führen, dass die Leitungsorgane einer Gesellschaft versuchen, eine Übernahme zu verhindern, indem sie das *Wertpotenzial des Unternehmens* realisieren.⁶¹⁸ Das Einsetzen des Markts für Unternehmenskontrolle kann deshalb im rechtsökonomischen Sinne als effizient bewertet werden. Es erstaunt deshalb auch nicht, dass ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle gemäss Praxis der Übernahmekommission im öffentlichen Interesse liegt.⁶¹⁹
- 339 Nach dieser Argumentation können sich kurzfristige Aktionärsbeteiligungen positiv auf den Unternehmenswert auswirken, sofern sie mit einer Häufung von Verkäufen verbunden sind. Eine Häufung von Verkäufen, die sich verkürzend auf die durchschnittliche Haltedauer der Aktien einer Gesellschaft auswirkt, muss nicht

⁶¹³ GRONER, Corporate Governance, 290; FISCHER, 1, 5.

⁶¹⁴ SCHENKER, Übernahmerecht, 10.

⁶¹⁵ Zum Ganzen siehe MANNE, 113.

⁶¹⁶ Zum Börsenmarkt vgl. vorne Rz. 336.

⁶¹⁷ SCHENKER, Übernahmerecht, 27; vgl. RUFFNER, Grundlagen, 388, gemäss dem die Leitungsorgane die Signale des Börsenmarkts beachten sollten.

⁶¹⁸ SCHILTKNECHT, 48 f.; FRAUENFELDER, 23; vgl. VON DER CRONE, Publikumsgesellschaften, 86; EASTERBROOK/FISCHER, Tender Offer, 1174; vgl. WATTER, Unternehmensübernahmen, N 183.

⁶¹⁹ UEK Empfehlung 0066/01 i.S. Baumgartner Papiers Holding SA vom 04.07.2000, E. 1.4.1; UEK Empfehlung 0067/04 i.S. Intersport PSC Holding AG vom 11.08.2000, E. 2.3.

zwingend durch kurzfristige Informationen ausgelöst worden sein.⁶²⁰ Sie kann dazu führen, dass der Markt für Unternehmenskontrolle einsetzt und eine *disziplinierende Wirkung* auf die Leitungsorgane hat. Das setzt Anreize für den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung, wertsteigernde Massnahmen durchzuführen, damit der Aktienkurs das Wertpotenzial angemessen widerspiegelt. In dieser Funktionsweise wirkt sich der Markt für Unternehmenskontrolle positiv auf die Volkswirtschaft aus, weil er die Effizienz bei den betroffenen Unternehmen steigert.⁶²¹

3. Zwischenfazit

Die gesunkene durchschnittliche Haltedauer und die gestiegene Umschlagsquote lassen sich nicht ohne Weiteres als Ausdruck einer grundlegenden Veränderung des Anlagehorizonts der Aktionäre werten.⁶²² Entscheidend ist nicht der Durchschnittswert der Haltedauer, sondern die Verteilung unterschiedlicher Haltedauern im Aktionariat einer Gesellschaft.⁶²³ Beabsichtigt eine kontrollierende Mehrheit der Gesellschaft eine langfristige Anlage, dürfte sich eine allfällige kurzfristige Orientierung eines Teils der Anleger nicht auf die Gesellschaft oder deren Leitungsorgane übertragen. Durchschnittswerte sind deshalb *kein zuverlässiger Anhaltspunkt* für einen zunehmenden Kurzfristigkeitsdruck auf die Gesellschaft. 340

⁶²⁰ EDMANS, Short-Termism; vgl. EDMANS, Blockholder Trading, 2495 ff., der davon ausgeht, dass der Anlagehorizont von Aktionären durch die Unternehmensleistung beeinflusst werde und nicht bereits im Vorfeld feststehe oder durch Vorschriften geändert werden könne.

⁶²¹ DAVIS/DIEKMANN/TINSLEY, 547 m.H. auf Effizienzsteigerungen aufgrund des US-amerikanischen Markts für Unternehmenskontrolle in den 1980er-Jahren; ebenso JENSEN, Industrial Revolution, 851; MANNE, 119; SCHILTKNECHT, 48 f.; vgl. zum kollektiven Interesse an Übernahmen im Unternehmenskontrollmarkt BORNER, 264 ff.; WATTER/MAIZAR, Watter et al. 2005, 3 f.; krit. zur Effizienz des Markts für Unternehmenskontrolle RUFFNER, Grundlagen, 407 f. Vgl. demgegenüber die Studie von HARFORD/KECSKÉS/MANSI, 424 ff., gemäss der langfristig beteiligte Aktionäre Mittel und Motive für eine wirksame Überwachung der Geschäftsleitung haben.

⁶²² So auch BUEREN, 608; ISAKSSON/ÇELIK, 29.

⁶²³ Vgl. FROOT/PEROLD/STEIN, 51, mit folgendem Beispiel: Werden 10% der Aktien einer Gesellschaft von kurzfristigen Anlegern gehalten und 90% von wenigen Aktionären, die kaum handeln, dürfte der durchschnittliche Aktienumschlag bei 50% liegen. Gleichwohl dürfte sich der Druck zu kurzfristiger Renditeoptimierung auf den Verwaltungsrat übertragen, weil eine überwiegende Mehrheit des Aktionariats die Beteiligung langfristig hält.

- 341 Immerhin sind die über die vergangenen Jahrzehnte deutlich gesunkenen Haltedauern ein Indiz für einen *zunehmenden Druck im Kapitalmarkt*. Ein Teil der Anleger scheint sich angesichts kurzfristiger Gewinnveränderungen zunehmend dazu verleiten zu lassen, seine Aktien bereits nach kurzer Haltedauer wieder zu verkaufen. Ein Grund dürfte unter anderem in der zunehmenden Verfügbarkeit der Unternehmenskennzahlen pro Quartal liegen.⁶²⁴ Damit ist freilich noch nicht gesagt, ob sich diese Kurzfristigkeit suboptimal auf die Unternehmen und die Gesamtwirtschaft auswirkt. So gesehen dienen die allgemein anerkannten Erscheinungen betreffend Haltedauer und Aktienumschlag zwar nicht als Beweis für eine suboptimale kurzfristige Orientierung der Aktionäre. Sie dienen aber immerhin als Ausgangspunkt für eine genauere Analyse. Eine solche ist mithilfe der Erkenntnisse aus der empirischen ökonomischen Forschung möglich.⁶²⁵

C. Empirische Erkenntnisse zu den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung auf die Unternehmen

- 342 Es gibt unterschiedliche Arten von Studien zu den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt. Zum einen gibt es Studien, die sich mit den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung auf Unternehmen in bestimmten Konstellationen befassen (sog. *Mikro-Studien*).⁶²⁶ Sie erlauben, isoliert betrachtet, nur begrenzt Rückschlüsse auf die gesamtwirtschaftliche Bedeutung kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt.⁶²⁷ Zum anderen gibt es Studien, die untersuchen, ob diese Folgen sich auch negativ auf den gesamten Kapitalmarkt einer Volkswirtschaft oder mehrerer Volkswirtschaften auswirken (sog. *Makro-Studien*).⁶²⁸ Der Schwerpunkt der Betrachtung, die insgesamt angelehnt ist an die Darstellung der bisherigen Forschung zum Thema von BUEREN, liegt im Folgenden zunächst auf den Mikro-Studien.⁶²⁹
- 343 Es gibt *unterschiedliche Arten von Mikro-Studien* zur Identifikation kurzfristiger Orientierung in Unternehmen und im Kapitalmarkt. Weit verbreitet sind Umfragestudien unter Leitungsorganen börsenkotierter Gesellschaften betreffend die

⁶²⁴ Zur Veröffentlichung von Quartalsberichten siehe vorne Rz. 234.

⁶²⁵ Zu diesem Schluss kommt nach einer gründlichen Analyse auch FRIED, 1626 f.

⁶²⁶ Zum Begriff Mikro-Studien siehe ROE, Stock Market, 75.

⁶²⁷ BUEREN, 625.

⁶²⁸ Zum Begriff Makro-Studien siehe BUEREN, 704.

⁶²⁹ Siehe zur bisherigen Forschung BUEREN, 567 ff. m.w.H., mit einer grundlegenden Darstellung der empirischen Evidenz zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt. Zu den Makro-Studien siehe hinten Rz. 442.

Gewichtung von kurz- und langfristigen Unternehmenszielen (1.). Verhaltensstudien untersuchen die Investitionsentscheide von Geschäftsleitungsmitgliedern auf Grundlage der Schilderung mehrerer Handlungsalternativen (2.). Weitere Studien legen Investitionen im Bereich Forschung und Entwicklung als Näherungswert für langfristige Orientierung zugrunde und versuchen, mittels Analyse dieser Ausgaben eine kurzfristige Orientierung zu begründen (3.). Wiederum andere Untersuchungen durchleuchten den Zusammenhang zwischen Aktionärsaktivismus und kurzfristigem unternehmerischem Handeln (4.). Auch wurde untersucht, inwieweit Manager aus Unternehmenssicht kurzfristig handeln in Konstellationen, in denen sich ihr persönlicher Horizont in der Geschäftsleitung verkürzt (5.). In der vorliegenden Arbeit interessieren insbesondere die empirischen Untersuchungen zu den *Auswirkungen kurzfristiger Aktionärsbeteiligungen* auf ein Unternehmen (6.).

1. Umfragestudien

a) *Verbreitung und Methode*

Im Rahmen von Umfragestudien werden Geschäftsleitungsmitglieder befragt, wie sie *kurz- oder langfristige Ziele* im Rahmen ihrer Geschäftsentscheide gewichten und wie sie den Anlagehorizont der Aktionäre beurteilen. Umfragestudien sind weit verbreitete vermeintliche Nachweise für kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt.⁶³⁰ 344

Den Umfragestudien liegt in der Regel eine *Bewertungsskala* zugrunde. Meistens wird zur Auswertung der Antworten eine sog. Likert-Skala verwendet.⁶³¹ Dabei werden den Teilnehmern Aussagen vorgelegt, die positiv oder negativ mit dem Untersuchungsgegenstand – in diesem Falle eine kurzfristige Orientierung – zusammenhängen. Die Befragten geben auf einer Skala von «stark befürwortend» über «unentschlossen» bis hin zu «stark ablehnend» an, inwieweit sie mit der Aussage einverstanden sind. Die Antwortmöglichkeiten werden in Bezug auf den Untersuchungsgegenstand mit einem Wert versehen. Dieser erlaubt eine Bewertung der Summe der Antworten.⁶³² 345

⁶³⁰ BUEREN, 626; vgl. HALL/WEINSTEIN, 2 f.

⁶³¹ Statt vieler vgl. DEMIRAG, Boards of Directors, 203. Zur Likert-Skala siehe LIKERT, 14 f.

⁶³² LIKERT, 14 f.; zur Verwendung der Likert-Skalierung in der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse vgl. GERICH, 275 ff.

b) Überblick über Studienergebnisse

- 346 Gewisse Studien zeigen auf, dass die von Managern durchschnittlich angewendete Diskontrate für zukünftige Mittelzuflüsse deutlich über der durchschnittlichen Eigen- und Fremdkapitalrendite lag. Eine bis heute vielbeachtete Studie von POTERBA/SUMMERS aus den frühen 1990er-Jahren förderte Bedenken betreffend die kurzfristige Orientierung von Managern vorwiegend in den USA. Die Autoren werteten die Aussagen der CEOs der 1000 grössten in den USA tätigen Unternehmen und einiger Unternehmen in Europa sowie Japan zu den unternehmensinternen Zeithorizonten und Renditeerwartungen im Zusammenhang mit Investitionsprojekten aus.⁶³³ Die Studie ergab bei geringer Rücklaufquote, dass die intern angesetzten Mindestrenditen für Investitionsprojekte bei rund 12% und somit deutlich höher lagen als die durchschnittliche Rendite US-amerikanischer Aktien (7%) und von Fremdkapital (2%).⁶³⁴ Diese übermässige Diskontierung zukünftiger Mittelzuflüsse nährte die Bedenken hinsichtlich riskanter und kurzfristiger Investitionen.⁶³⁵
- 347 Trotz dieser empirischen Erkenntnisse gilt die Annahme, dass hohe Mindestrenditen und kurze Amortisationszeiten zu suboptimal kurzfristigem Verhalten der Manager führen, nicht als gesichert.⁶³⁶ Es wird vermutet, dass der Druck kurzfristiger Renditeerzielung gemäss neueren Erkenntnissen aus einer Umfragestudie auf die *Eigentümerstruktur* zurückgeführt werden könnte. So stellte eine spätere Studie einen Zusammenhang zwischen dem von den Managern wahrgenommenen Kurzfristigkeitsdruck und der Eigentümerstruktur des Unternehmens fest. Die durchschnittliche geforderte Mindestrendite scheint dann am höchsten zu sein, wenn eine Gesellschaft ein mehrheitlich als kurzfristig eingestuftes Aktionariat hat.⁶³⁷

⁶³³ POTERBA/SUMMERS, 43 ff.

⁶³⁴ POTERBA/SUMMERS, 45 f., 49 f. Bei den US-amerikanischen und japanischen Unternehmen lag die Rücklaufquote etwas über 20%. Bei den europäischen Unternehmen war sie niedriger. Die intern in den Unternehmen angesetzten Mindestrenditen lagen bei durchschnittlich 12,2% (USA), 12,9% (Europa) und unter 10% (Japan). Demgegenüber lag die durchschnittliche reale Rendite von US-amerikanischen Aktien bei ca. 7% und von Fremdkapital bei ca. 2%. Zu weiteren Studien mit entsprechendem Befund für die USA siehe JAGANNATHAN/MEIER, 71 ff.; JAGANNATHAN et al., 445 ff.; zu einer Studie mit entsprechendem Befund für die USA und SE siehe SEGELOD, 248.

⁶³⁵ BUEREN, 629.

⁶³⁶ LAVERTY, Short-Termism, 837.

⁶³⁷ Zum Gesagten siehe LILJEBLOM/VAIHEKOSKI, 427 ff., die im Jahre 2006 bei einer Befragung der CFOs und CEOs der grössten finnischen Unternehmen mit einer Rück-

Im Jahre 2005 deutete eine Umfragestudie von GRAHAM/HARVEY/RAJGOPAL 348 darauf hin, dass leitende Finanzangestellte unter dem Druck des Kapitalmarkts versuchen, auf Kosten langfristiger Investitionen *kurzfristige Überschüsse* zu erreichen.⁶³⁸ Die befragten Manager erachteten es als wichtig, bestimmte Gewinnrichtwerte zu erreichen, insb. damit das Unternehmen am Kapitalmarkt glaubwürdig ist und das Ansehen der Geschäftsleitung gestärkt wird.⁶³⁹ Bemerkenswert ist, dass rund 80% der Befragten bereit wären, Investitionen in Forschung und Entwicklung und Ausgaben für Infrastrukturunterhalt oder Werbung zu kürzen, um kurzfristig positive Quartalsergebnisse zu erreichen.⁶⁴⁰ Einschränkend ist anzumerken, dass nur 2% der Befragten bereit wären, einen grossen Betrag des langfristigen Ertrags zu opfern, und 74% nur einen kleinen Betrag aufgeben würden.⁶⁴¹

Umfragestudien nach der Finanzkrise im Jahre 2007 bestätigten, dass kapital- 349 marktorientierte Unternehmen unter einem gewissen Druck *kurzfristiger Renditeerwartung* stehen. Eine Befragung von ca. 140 Fachpersonen im Bereich Anlegerbeziehungen (*investor relations*) ergab Folgendes: Knapp zwei Drittel der Befragten waren der Meinung, es sei für eine Gesellschaft mit kurzfristigem Aktionariat angesichts des Fokus auf kurzfristige Erträge schwierig, sich auf strategische Entscheidungen zu konzentrieren. Jedoch führt das nur gemäss einer knappen Mehrheit zum Druck auf Kostensenkungen.⁶⁴² Über 90% der Befragten waren der Ansicht, dass ein *idealer Aktionär* einen langfristigen Anlagehorizont habe.⁶⁴³

c) *Kritische Würdigung*

Die meisten verfügbaren Umfragestudien beziehen sich auf Unternehmen aus dem 350 angloamerikanischen Raum. Vergleichbare Studien für *Schweizer Unternehmen*

laufquote von rund 30% einen Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und dem wahrgenommenen Druck kurzfristiger Renditeerwartungen belegen konnten.

⁶³⁸ GRAHAM/HARVEY/RAJGOPAL, 3 ff. Es wurden rund 400 Rückmeldungen von ursprünglich ca. 4000 angefragten Personen ausgewertet, die in vorwiegend grösseren, börsenkotierten Unternehmen arbeiteten.

⁶³⁹ GRAHAM/HARVEY/RAJGOPAL, 24 ff.

⁶⁴⁰ GRAHAM/HARVEY/RAJGOPAL, 32 ff.

⁶⁴¹ Siehe ROE, Target, 97.

⁶⁴² Zum Gesagten siehe BEYER/LARCKER/TAYAN, 1, 13.

⁶⁴³ BEYER/LARCKER/TAYAN, 1, 11, gemäss denen 92% der Befragten einen Aktionär mit langfristigem Anlagehorizont als ideal einstufen. Durchschnittlich wurde ein Anlagehorizont von mindestens 2,8 Jahren als langfristig angesehen, einer von weniger als 7 Monaten demgegenüber als kurzfristig; vgl. auch die Umfrage von CFA SOCIETY OF THE UK, 3 f.

gibt es nicht. Selbst wenn es entsprechende Untersuchungen gäbe, wäre deren Aussagekraft aufgrund diverser Einschränkungen zu relativieren.

- 351 Umfragestudien zur Messung kurzfristiger Orientierung sind gegenüber anderen Methoden mit gewissen Nachteilen verbunden. Erstens ist empirisch nicht belegt, inwiefern die Äusserungen von Geschäftsleitungsmitgliedern tatsächlich kausal mit einer kurzfristigen Geschäftstätigkeit eines Unternehmens zusammenhängen.⁶⁴⁴ Zweitens sind die Ergebnisse namentlich aufgrund geringer Rücklaufquoten, einer unternehmensinternen Beeinflussung der Antworten und der geografischen Einschränkung *nicht immer repräsentativ* und auf andere Länder übertragbar.⁶⁴⁵ Drittens stellen Umfragestudien die subjektive Betrachtungsweise der Befragten dar und dienen deshalb nicht als objektiver Nachweis für einen tatsächlichen Kurzfristigkeitsdruck.
- 352 Trotz der genannten Einschränkungen dienen Umfragestudien als Indiz für die kurzfristige Orientierung von Anlegern im Kapitalmarkt. Sie dienen nur begrenzt zur Untersuchung einer kurzfristigen Orientierung von Aktionären. Zum einen knüpfen sie auf der Ebene der Geschäftsleitungsmitglieder an deren Wahrnehmung der Aktionäre an. Zum anderen müsste die empirische Grundlage von Umfragestudien zum Anlagehorizont der Anleger ohnehin breiter sein, um für die vorliegende Arbeit aussagekräftige Schlüsse zur kurzfristigen Orientierung von Aktionären ziehen zu können. Solche Studien sind aber weniger verbreitet.⁶⁴⁶ Immerhin dient die relativ weit verbreitete Wahrnehmung des Kurzfristigkeitsdrucks der Geschäftsleitungsmitglieder als *Indiz für die kurzfristige Orientierung von Anlegern*, weil der wahrgenommene Druck in erster Linie durch das Verhalten der Anleger auf dem Kapitalmarkt verursacht wird.⁶⁴⁷

⁶⁴⁴ BUEREN, 640 ff.; vgl. DEMIRAG, Impact, 21 ff., der zumindest einen Zusammenhang zwischen der Wahrnehmung eines kurzfristigen Drucks und der Tendenz, Ausgaben im Bereich Forschung und Entwicklung zu kürzen, sieht; DEMIRAG, Boards of Directors, 207 f., mit der Aussage, auch langfristig ausgerichtete Firmen könnten unter externem Kurzfristigkeitsdruck stehen.

⁶⁴⁵ HALL/WEINSTEIN, 3, Fn. 8 (betr. geringe Rücklaufquote); LAVERTY, Myopia, 960 (betr. geografische Einschränkungen).

⁶⁴⁶ Vgl. z.B. CFA SOCIETY OF THE UK, 3 f., die ihre Mitglieder nach ihren Anlagehorizonten befragte. Von 267 Analysten hatten 30% einen Anlagehorizont von mindestens zwei Jahren, 20% einen Anlagehorizont zwischen einem Jahr und zwei Jahren. 60% der Befragten gaben einen kürzeren Anlagehorizont als ein Jahr an.

⁶⁴⁷ BUEREN, 642; vgl. HUGHES, 94, mit demselben Ergebnis für das Vereinigte Königreich.

2. Verhaltensstudien

a) *Verbreitung und Methode*

Verhaltensstudien sind eine weniger weit verbreitete Methode zur Ermittlung kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt. 353

Die Teilnehmer von Verhaltensstudien werden mit einer *theoretischen Investitionsentscheidung* konfrontiert und können zwischen verschiedenen Handlungsalternativen entscheiden.⁶⁴⁸ Damit wird versucht, eine Kausalität zwischen dem Kurzfristigkeitsdruck des Kapitalmarkts und kurzsichtigen Geschäftsentscheiden herzuleiten.⁶⁴⁹ 354

b) *Überblick über Studienergebnisse*

Ein Beispiel für eine Verhaltensstudie ist eine Untersuchung der Entscheide von erfahrenen Finanzdirektoren zu kurz- und langfristig unterschiedlich ertragreichen Investitionen aus dem Jahre 2005. In zwei Experimenten konnten 44 bzw. 45 erfahrene Finanzdirektoren in der Funktion als Berater des CEO eines Unternehmens zwischen zwei Marketingprojekten entscheiden, von denen eines in den kommenden vier Quartalen zu *tieferen kurzfristigen Erträgen* und einem höheren Geldfluss und das andere zu höheren kurzfristigen Erträgen, aber stattdessen zu einem tieferen Geldzufluss führt.⁶⁵⁰ 355

Die Studie zeigt, dass Geschäftsleitungsmitglieder unter dem *Druck des Kapitalmarkts* zu kurzfristigem Handeln neigen. In beiden Experimenten wurden zwei Faktoren unter den Teilnehmern abgeändert: die Frequenz der Kapitalberichterstattung (halbjährlich oder quartalsweise) sowie der Druck des Kapitalmarkts. Letzterer wurde simuliert durch eine bevorstehende Emission neuer Aktien im vierten Quartal.⁶⁵¹ 356

Beide Experimente weisen darauf hin, dass Manager bei steigendem Druck des Kapitalmarkts eher zur *Steigerung kurzfristiger Erträge* statt zur langfristigen Wertsteigerung neigen. Im ersten Experiment wurde das langfristige Projekt im Zeitpunkt der Emission durch die Quartalsberichterstattung schlechter dargestellt als durch eine Halbjahresberichterstattung. Ohne bevorstehende Emission bevorzugten zehn von elf Teilnehmern das langfristige Projekt. Mit bevorstehender Kapitalerhöhung bevorzugten alle Teilnehmer das Projekt mit kurzfristigen Erträ- 357

⁶⁴⁸ Zum Ganzen siehe BUEREN, 642.

⁶⁴⁹ Vgl. als Beispiel BHOJRAJ/LIBBY, 4.

⁶⁵⁰ Zum Gesagten siehe BHOJRAJ/LIBBY, 10 f., 17 f.

⁶⁵¹ BHOJRAJ/LIBBY, 6 ff.

gen.⁶⁵² Im zweiten Experiment sah das langfristige Projekt im vierten Quartal unter Semesterberichterstattung schlechter aus als unter Quartalsberichterstattung.⁶⁵³ Ohne bevorstehende Emission bevorzugten alle Teilnehmer das langfristige Projekt, mit bevorstehender Emission entschied sich immerhin eine von zwölf Personen für das langfristige Projekt.⁶⁵⁴ Es zeigt sich, dass Manager bei steigendem Druck des Kapitalmarkts dazu neigen, kurzfristige Erträge auf Kosten eines langfristig erfolgreicherem Geldflusses zu steigern.

c) Kritische Würdigung

- 358 Verhaltensstudien sind, ähnlich wie Umfragestudien, mit gewissen Einschränkungen verbunden, die ihre Erkenntnisse relativieren.⁶⁵⁵ Sie sind gegenüber Umfragestudien vorteilhaft, weil sie erstens präzisere Fragestellungen auf der Grundlage eines Sachverhalts erlauben und zweitens eine *konkrete Entscheidung* statt einer vageren allgemeinen Einstellung ermittelt wird.⁶⁵⁶ Die untersuchte Entscheidung ist aber hypothetisch. Es ist ungewiss, wie die Teilnehmer in einer vergleichbaren Situation und unter weiteren Umständen handeln würden.
- 359 Studien, die das Verhalten von Geschäftsleitungsmitgliedern untersuchen, lassen höchstens mittelbar Rückschlüsse auf die kurzfristige Orientierung der Anleger zu. Sie befassen sich mit der Wahrnehmung des Kurzfristigkeitsdrucks des Kapitalmarkts auf Ebene der Geschäftsleitung. Sie sagen allerdings nichts dazu, ob und inwiefern die Anleger selbst tatsächlich kurzfristig orientiert sind. Dazu wären Verhaltensexperimente mit den Anlegern selbst wünschenswert. Solche Studien gibt es – soweit ersichtlich – nicht.
- 360 Immerhin verdichtet sich aufgrund der vorgestellten Verhaltensstudie die Vermutung, dass Leitungsorgane wegen des Kurzfristigkeitsdrucks des Kapitalmarkts zu kurzfristigem Geschäftsverhalten neigen, das für das Unternehmen auf lange Sicht zu einem kleineren Kapitalfluss führt und somit weniger profitabel ist. Verhaltensstudien bringen, anders als Umfragestudien, die Kausalität zwischen dem Druck und einer potenziellen kurzfristigen Orientierung zum Ausdruck.⁶⁵⁷

⁶⁵² BHOJRAJ/LIBBY, 11.

⁶⁵³ BHOJRAJ/LIBBY, 8, 12 f.

⁶⁵⁴ BHOJRAJ/LIBBY, 16.

⁶⁵⁵ Zu den Schwierigkeiten der Verallgemeinerung von Erkenntnissen aus Verhaltensstudien beispielhaft BHOJRAJ/LIBBY, 18. Zu den Einschränkungen von Umfragestudien siehe vorne Rz. 351.

⁶⁵⁶ BUEREN, 642.

⁶⁵⁷ Vgl. vorne Rz. 351.

3. Studien zu Investitionen in Forschung und Entwicklung

a) *Verbreitung und Methode*

Am häufigsten sind Studien, die den Zusammenhang zwischen bestimmten Aspekten der Corporate Governance einer Gesellschaft sowie externen Faktoren und den Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E) untersuchen.⁶⁵⁸ 361

F&E-Ausgaben werden als *Näherungswert für langfristige Investitionen* und somit für langfristige Orientierung gesehen.⁶⁵⁹ Viele Bilanzwerte sind keine verlässliche Grundlage für die Messung einer kurzfristigen Geschäftsstrategie, weil sie sich sowohl kurz- als auch langfristig positiv auswirken.⁶⁶⁰ Bei F&E-Ausgaben ist die Aufteilung kurz- oder langfristiger Vorteile hingegen weniger schwierig.⁶⁶¹ Investitionen in F&E müssen grundsätzlich sofort als Aufwand verbucht werden.⁶⁶² Ein allfälliger Ertrag ergibt sich aber erst in Zukunft. Ausserdem gelten F&E-Ausgaben aufgrund der Ungewissheit des Erfolgs und des Umstands, dass sie sich unter Wahrung des Geschäftsgeheimnisses eher weniger extern finanzieren lassen, als risikoreiche Ausgaben. Sie haben einen grossen Einfluss auf die Ertragslage eines Unternehmens. Man geht deshalb in der empirischen Forschung davon aus, dass Investitionen im Bereich F&E hinreichend stark mit der Orientierung, die eigentlich gemessen werden soll, zusammenhängen (im Sinne einer Korrelation). 362

b) *Überblick über Studienergebnisse*

Die Anzahl Studien zum Thema ist kaum überschaubar. Die folgende Darstellung beschränkt sich deshalb auf eine *Auswahl* unterschiedlicher Ansätze zur Bewertung kurzfristiger Orientierung auf der Grundlage von F&E-Ausgaben. Zu dieser Auswahl werden beispielhaft Erkenntnisse aus ausgewählten Studien vorgestellt. 363

⁶⁵⁸ BUEREN, 643; zur Definition von Corporate Governance siehe BÜHLER, Corporate Governance, N 365.

⁶⁵⁹ BUSHEE, R&D Investment, 306; HALL, 113 m.w.H.; STEIN, Capital Markets, 657, Fn. 3.

⁶⁶⁰ GRINYER/RUSSELL/COLLISON, 14, die Werbeausgaben als Beispiel nennen; vgl. SOUTHER/BROMILEY, 552, die bei der Messung des Zeithorizonts von Unternehmen auf die Dauerhaftigkeit von Sachwerten abstellen, weil sich diese einfacher feststellen lassen.

⁶⁶¹ GRINYER/RUSSELL/COLLISON, 14.

⁶⁶² Zum schweizerischen Recht vgl. BSK OR II-NEUHAUS/GERBER, Art. 959, N 26, gemäss denen Forschungsinvestitionen in der Praxis erst in einer späteren Phase aktiviert werden, dann aber auch eine Möglichkeit zur Abschreibung bestehe; zu den Vorschriften unter US-GAAP vgl. SCHMITTMANN, N 77 f. m.H. auf Ausnahmeregelungen betreffend Aktivierung und Abschreibung.

aa) Marktreaktion auf höhere Ausgaben im Bereich F&E

- 364 Es gibt Studien, die untersuchen, wie der Aktienmarkt auf eine Steigerung der F&E-Ausgaben reagiert. Ältere Studien konnten eine *positive Reaktion des Aktienmarkts* auf die Ankündigung neuer F&E-Projekte nachweisen.⁶⁶³ Diese Erkenntnisse wurden später ein wenig relativiert.⁶⁶⁴ In neuerer Zeit gilt als belegt, dass der Aktienmarkt Investitionen im Bereich F&E positiv bewertet.⁶⁶⁵ Der Markt scheint aber unterschiedlich schnell auf solche Investitionen zu reagieren.⁶⁶⁶
- 365 Trotz dieser positiven Korrelation kann der Vorwurf der kurzfristigen Orientierung nicht widerlegt werden mit dem Hinweis auf hohe F&E-Investitionen. Erstens kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Anleger auf nicht angekündigte Ausgaben in diesem Bereich nicht doch kurzfristig reagieren und den zukünftigen Wert unterschätzen.⁶⁶⁷ Zweitens wird nur ein *Bruchteil der Investitionen öffentlich* angekündigt. Es liegt die Vermutung nahe, dass es sich dabei um die besonders aussichtsreichen Projekte handelt.⁶⁶⁸ Das Ergebnis solcher Erhebungen würde somit verfälscht. Drittens dürfte der Markt auch positiv reagieren, wenn die Geschäftsleitung kurzfristig handelt, indem sie hohe kurzfristige Renditeerwartungen aufstellt.⁶⁶⁹ Eine positive Marktreaktion aufgrund erhöhter F&E-Ausgaben widerlegt deshalb die These, dass der Kapitalmarkt kurzfristig orientiert ist, nicht.

bb) Marktreaktion auf Einsparungen im Bereich F&E

- 366 Es gibt Studien, die den Zusammenhang zwischen Einsparungen im Bereich F&E und dem Aktienkurs untersuchen. Eine Studie von MIZIK/JACOBSON aus dem Jahre 2007 konnte beispielsweise nachweisen, dass eine Mehrheit der untersuchten

⁶⁶³ WOOLRIDGE, 26 ff.; WOOLRIDGE/SNOW, 353 ff. m.H. auf eine positive Korrelation zwischen Ankündigung und Aktienkurs in 767 Fällen betreffend 248 Gesellschaften im Wall Street Journal zwischen 1972 und 1987; vgl. CHAN/MARTIN/KENSINGER, 255 ff., die im Durchschnitt ebenfalls eine positive Korrelation feststellten bei 95 Ankündigungen zwischen 1979 und 1985, wobei sich die positive Korrelation auf Unternehmen im Hochleistungssektor beschränkt.

⁶⁶⁴ EBERHART/MAXWELL/SIDDIQUE, 623 ff., die auf der Grundlage von über 8000 Fällen von unerwarteten Steigerungen der F&E-Ausgaben zwischen 1951 und 2001 aufzeigen, dass der Markt die Vorteile erst mit Verzögerung erfasst und einpreist.

⁶⁶⁵ Siehe die Übersicht bei BALLESTER/GARCIA-AYUSO/LIVNAT, 608 f.

⁶⁶⁶ Vgl. BUEREN, 568 ff., 645.

⁶⁶⁷ HALL, 134.

⁶⁶⁸ Zum Gesagten vgl. SCHERER, 80. Er bezog sich dabei auf die Studie in SEC, Institutional Ownership, 1 ff.

⁶⁶⁹ STEIN, Capital Markets, 663.

Unternehmen vor einer Zweitmission Ausgaben in den Bereichen Marketing und F&E kürzten, um die kurzfristigen Erträge und somit den Aktienkurs zu steigern. Der Markt *überschätzt* solche Unternehmen zum Zeitpunkt der Emission, das heisst, sie haben langfristig eine geringere Rendite.⁶⁷⁰ Auch die weitere Forschung weist auf eine moderate Kurzsichtigkeit im Kapitalmarkt hin. Zurückliegende Renditen und die Volatilität im Kapitalmarkt erzeugen Druck auf die Geschäftsleitungsmitglieder. Die kurzfristigen Renditeerwartungen der Aktionäre übertragen sich somit auf die Geschäftsleitungsmitglieder. Letztere neigen dazu, die kurzfristigen Erwartungen der Aktionäre auf Kosten einer grösseren langfristigen Rendite mit Einsparungen im Bereich Marketing und/oder F&E zu erfüllen.⁶⁷¹

cc) Kurzfristige Vergütungsanreize und F&E-Ausgaben

Weitere Studien untersuchen den Zusammenhang zwischen der Vergütungspolitik und langfristigen Ausgaben, insbesondere im Bereich F&E. Jüngere Studien haben u.a. gezeigt, dass in Geschäftsquartalen, in denen einem CEO gemäss Vereinbarung viele Aktien und ausübbar Optionen zugeteilt werden, das Unternehmen mit grösserer Wahrscheinlichkeit Aktienrückkäufe oder Fusionen oder Übernahmen ankündigt, was kurzfristig zu einem Kursanstieg führt, aber langfristig zu Einbussen.⁶⁷² 367

Aus diesen Studien ergibt sich – zumindest unmittelbar – kein Zusammenhang mit einer allfälligen kurzfristigen Orientierung der Aktionäre. Deshalb wird auf weitere Ausführungen dazu verzichtet.⁶⁷³ 368

dd) Zusammenhang zwischen Übernahmen und Investitionen

Weitere Studien untersuchen den Zusammenhang zwischen Übernahmen und den Investitionen in F&E und Innovation. Eine Übersicht von BELLOC aus dem Jahre 369

⁶⁷⁰ Zum Gesagten siehe MIZIK/JACOBSON, 361 ff. Die Studie wertete Daten von US-amerikanischen Unternehmen im Zeitraum von rund 35 Jahren (ca. 1970er-Jahre bis nach der Jahrtausendwende) aus. Vgl. MIZIK, 604 ff., mit ähnlichen Erkenntnissen im Rahmen einer Folgestudie.

⁶⁷¹ CHAKRAVARTY/GREWAL, 1594 ff. Die Autoren verglichen die Daten unterschiedlicher Fertigungsunternehmen im Hochtechnologiebereich. Am häufigsten beobachteten sie eine Kürzung der F&E-Ausgaben zusammen mit einer Erhöhung der Marketing-Ausgaben. Sie werteten dieses Verhalten als moderat kurzsichtig, weil die Vorteile von Marketing-Ausgaben schneller erkennbar seien.

⁶⁷² EDMANS/FANG/HUANG, 2 ff.; LADIKA/SAUTNER, 305 ff.

⁶⁷³ Für eine umfassende Übersicht über F&E-Studien siehe BUEREN, 643 ff.

2012 über diverse Untersuchungen zeigt die *unterschiedlichen Auswirkungen von Übernahmen* auf die Innovationstätigkeit eines Unternehmens gemessen an den Investitionen in F&E.⁶⁷⁴

- 370 Beispielhaft zeigt eine Studie von HALL et al. zu Unternehmensübernahmen in den USA in den 1980er-Jahren einen industrieübergreifenden Zusammenhang zwischen feindlichen sowie fremdfinanzierten Übernahmen und einem höheren Verschuldungsgrad sowie *sinkenden Investitionen* auf.⁶⁷⁵ Die Gründe für die feindlichen Übernahmen sehen die Autoren aber weniger in einer nachteiligen kurzfristigen Orientierung der Geschäftsführung, sondern vielmehr namentlich in schlechtem Anlagenmanagement. So seien viele Übernahmen von 1976 bis 1987 – zumindest auf kurze Sicht – effizienzsteigernd gewesen.⁶⁷⁶
- 371 Die Studie von HALL et al. zeigt, dass Übernahmen von vielen unterschiedlichen Motiven getrieben sein können. Die kurzfristige Orientierung der Aktionäre kann sich zwar auf die Geschäftsführung übertragen und somit eine Rolle bei einer Geschäftsübernahme spielen. Die durch den Druck des Kapitalmarkts bei der Geschäftsführung erzeugte kurzfristige Orientierung dürfte aber nie alleiniges Motiv sein. Es lässt sich deshalb nicht ohne Weiteres ein Zusammenhang zwischen Übernahmen und langfristigen Anlagestrategien herstellen.⁶⁷⁷

ee) Vergleich des Investitionsverhaltens börsenkotierter und nicht börsenkotierter Gesellschaften

- 372 Ein jüngerer Forschungsansatz vergleicht die F&E-Investitionen börsenkotierter Gesellschaften mit denjenigen nicht börsenkotierter Gesellschaften.
- 373 Diese Forschung geht von zwei gegenläufigen Annahmen aus. Sie geht einerseits davon aus, dass *Eigentum und Kontrolle* bei börsenkotierten Gesellschaften aufgrund der breiteren Streuung des Aktienbesitzes stärker auseinanderfallen und dass dieser Umstand zuweilen kurzsichtige Investitionsentscheide begünstigt.⁶⁷⁸ Die mit dem Streubesitz verbundenen Kosten können dazu führen, dass börsenkotierte Gesellschaften ihr Kapital weniger effizient einsetzen als nicht börsenkotierte Gesellschaften.⁶⁷⁹

⁶⁷⁴ BELLOC, 835, 839 f., 850 m.w.H.

⁶⁷⁵ HALL, 110, 128 ff.

⁶⁷⁶ Zum Gesagten siehe HALL, 131.

⁶⁷⁷ Zum Ganzen siehe BUEREN, 659.

⁶⁷⁸ JENSEN/MECKLING, 351.

⁶⁷⁹ MORTAL/REISEL, 77 f.

Der Forschungsansatz geht andererseits davon aus, dass eine Börsenkotierung den Gesellschaften eine effizientere Kapitalnutzung ermöglicht.⁶⁸⁰ So kann sie den Gesellschaften zusätzliche *Wachstumschancen* eröffnen.⁶⁸¹ Sofern der Aktienkurs Informationen abbildet, die den Geschäftsleitungsmitgliedern ohne die Börsenkotierung nicht vorlägen, kann eine Kotierung an der Börse wertsteigernde Anlageentscheide begünstigen.⁶⁸² 374

Aufgrund der beschriebenen *Wechselwirkungen einer Börsenkotierung* ist eine empirische Untersuchung nötig, um den Zusammenhang zwischen einer Kotierung an der Börse und den Investitionsentscheiden zu ermitteln. 375

In einer Pionierstudie zum britischen Aktienmarkt aus dem Jahre 1991 konnten *keine negativen Auswirkungen* der Börsenkotierung auf die Rentabilität und die Investitionen von Gesellschaften festgestellt werden.⁶⁸³ Die Studie verglich eine verhältnismässig kleine Auswahl von 56 nicht börsenkotierten Gesellschaften aus der «Times 1000»-Liste der grössten Industriegesellschaften im Vereinigten Königreich mit einer in Bezug auf Grösse und Branche ähnlichen Anzahl börsenkotierter Gesellschaften zwischen 1980 und 1987 auf systematische Unterschiede.⁶⁸⁴ Die Studie ergab namentlich, dass die börsenkotierten Gesellschaften rentabler waren, ein stärkeres Umsatzwachstum aufwiesen und in absoluten Zahlen mehr investierten.⁶⁸⁵ Das stärkere Umsatzwachstum sei im Wesentlichen auf die grössere Aktivität börsenkotierter Unternehmen auf dem Übernahmemarkt zurückzuführen als auf internes Wachstum.⁶⁸⁶ Das Investitionsvolumen nicht börsenkotierter Gesellschaften nahm während der Rezession im Jahre 1981 vergleichsweise stärker ab als dasjenige börsenkotierter Gesellschaften.⁶⁸⁷ Ausser- 376

⁶⁸⁰ MORTAL/REISEL, 78.

⁶⁸¹ Vgl. BRAU/FAWCETT, 410, 430, die in einer Studie 336 Finanzchefs US-amerikanischer Unternehmen zu den Gründen einer Börsenkotierung befragten. Rund zwei Drittel der Befragten gaben an, dass zusätzlicher Kapitalbedarf zur Unterstützung von Wachstum ein Grund sei.

⁶⁸² CHEN/GOLDSTEIN/JIANG, 620 ff.

⁶⁸³ Vgl. MAYER/ALEXANDER, 6. In Bezug auf die F&E-Investitionen musste die Studie auf branchenweite Erhebungen abstellen, weil bei nicht börsenkotierten Unternehmen entsprechende Daten fehlten.

⁶⁸⁴ MAYER/ALEXANDER, 3 f. m.H. darauf, dass ein Vergleich schwierig sei, weil die börsenkotierten Gesellschaften in Bezug auf den Umsatz durchschnittlich grösser seien als nicht börsenkotierte Gesellschaften.

⁶⁸⁵ MAYER/ALEXANDER, 21, 27 f., 29. Z.B. waren die Gewinne der börsenkotierten Gesellschaften um ca. 40% grösser.

⁶⁸⁶ MAYER/ALEXANDER, 40, 57.

⁶⁸⁷ MAYER/ALEXANDER, 34.

dem neigten nicht börsenkotierte Gesellschaften in dieser Zeit stärker dazu, Dividenden zu kürzen.⁶⁸⁸

- 377 Insgesamt legen die Ergebnisse der Pionierstudie zwar den Schluss nahe, dass sich eine Börsenkotierung nicht negativ auf die Rentabilität und die Investitionen auswirkt. Gleichzeitig lassen sie aber auch vermuten, dass der *Druck im Kapitalmarkt* in Bezug auf die Höhe der Dividenden Gesellschaften dazu bringen kann, sich stärker auf kurzfristig ertragreiche Investitionen zu konzentrieren.⁶⁸⁹
- 378 Eine umfassende Studie zum Investitionsverhalten US-amerikanischer Gesellschaften aus dem Jahre 2015 kommt zum Schluss, dass Gesellschaften nach einem Börsengang ein *geringeres Investitionsvolumen* und eine geringere Aufmerksamkeit bezüglich veränderter Investitionsmöglichkeiten – gemessen am Umsatzwachstum – aufweisen.⁶⁹⁰ Am erheblichsten ist der Unterschied in der Sensitivität für neue Investitionsmöglichkeiten in Branchen, in denen der Aktienkurs stark auf Informationen zum Unternehmensgewinn reagierten. Je höher der *earnings response coefficient* (ERC) einer Branche ist, desto weniger stark reagierten börsenkotierte Gesellschaften auf neue Investitionsmöglichkeiten. Die Sensitivität nicht börsenkotierter Gesellschaften blieb demgegenüber gleich.⁶⁹¹ Ausserdem ist die Sensitivität bei börsenkotierten Gesellschaften geringer, je höher der Anteil flüchtiger Aktionäre ist.⁶⁹² Der Vergleich der Investitionssensitivität von Gesellschaften vor und nach einem Börsengang zeigte somit einen Rückgang der Sensitivität nach dem Börsengang.⁶⁹³
- 379 Die Autoren dieser umfassenden Studie sehen aufgrund der Ergebnisse die Annahme bestätigt, dass der Druck des Kapitalmarkts zu einer *Erhöhung der erwarteten Mindestrendite* der Investitionen führe. Dadurch sanken das Investitionsvolu-

⁶⁸⁸ MAYER/ALEXANDER, 45, 56 m.H. darauf, dass bei dieser Interpretation der Daten Vorsicht geboten sei.

⁶⁸⁹ MAYER/ALEXANDER, 65 f.

⁶⁹⁰ ASKER/FARRE-MENSA/LJUNGQVIST, 342 ff., 349 ff. Die Autoren verglichen die Daten von über 99'000 nicht börsenkotierten US-amerikanischen Gesellschaften von 2001 bis 2011 mit einer in Bezug auf Grösse und Branchenzugehörigkeit vergleichbaren Gruppe börsenkotierter Unternehmen.

⁶⁹¹ Zum Gesagten siehe ASKER/FARRE-MENSA/LJUNGQVIST, 344, 374 ff.

⁶⁹² ASKER/FARRE-MENSA/LJUNGQVIST, 375 ff. Flüchtige Aktionäre haben von allen Aktionären die höchste Umschlagsrate, verfolgen am häufigsten Momentumstrategien und haben ein stark diversifiziertes Portfolio. Zu dieser Qualifikation gemäss BUSHEE siehe hinten Rz. 413.

⁶⁹³ ASKER/FARRE-MENSA/LJUNGQVIST, 379 f. Die Autoren untersuchten 90 Börsengänge im Zeitraum von 1990 bis 2007.

men und die Investitionssensitivität.⁶⁹⁴ Allerdings hatten die grössten 10% der in der Studie untersuchten börsenkotierten Unternehmen eine erheblich grössere Investitionssensitivität.⁶⁹⁵ Die Ergebnisse der Studie sind in diesem Sinne zu relativieren.⁶⁹⁶

Eine Studie zum Investitionsverhalten britischer Gesellschaften aus dem Jahre 380 2010 stellte aber in vergleichbarer Weise zur vorgenannten Studie aus den USA fest, dass nicht börsenkotierte Gesellschaften gegenüber börsenkotierten Gesellschaften insgesamt einen vier- bis achtmal grösseren Betrag ihrer Gewinne in ihr Geschäft reinvestieren als börsenkotierte Gesellschaften.⁶⁹⁷

Eine Studie zu Gesellschaften in Westeuropa aus dem Jahre 2013 kommt zu einem 381 gegenteiligen Schluss. Die Autoren der Studie stellten fest, dass börsenkotierte Gesellschaften verhältnismässig⁶⁹⁸ mehr investieren, eine höhere Investitionssensitivität haben und Wachstumschancen besser nutzen als nicht börsenkotierte Unternehmen.⁶⁹⁹ Die Studie verglich börsenkotierte mit nicht börsenkotierten Gesellschaften anhand von Land, Branche und Gesamtaktiven.⁷⁰⁰ Insgesamt reagierten börsenkotierte Gesellschaften mit ihren Investitionen stärker auf Wachstumsmöglichkeiten.⁷⁰¹ Dies würde gemäss den Autoren zeigen, dass börsenkotierte Gesellschaften ihr *Kapital wirksamer einsetzen* als nicht börsenkotierte Gesellschaften.⁷⁰² Dieser Befund wird bestätigt durch eine zusätzliche Untersuchung, gemäss der die Investitionssensitivität von Gesellschaften bei einem Börsengang zunahm.⁷⁰³

Die unterschiedlichen dargelegten empirischen Erkenntnisse legen den Schluss 382 nahe, dass es *Unterschiede zwischen Kapitalmärkten* in Bezug auf den Zusammen-

⁶⁹⁴ Zum Gesagten siehe ASKER/FARRE-MENSA/LJUNGQVIST, 384.

⁶⁹⁵ ASKER/FARRE-MENSA/LJUNGQVIST, 345, 363 f.

⁶⁹⁶ BUEREN, 663.

⁶⁹⁷ DAVIES et al., 16 ff., 24 f.; krit. zur Methodik der Studie BUEREN, 665, Fn. 627.

⁶⁹⁸ Im Verhältnis zum Bruttoanlagevermögen.

⁶⁹⁹ MORTAL/REISEL, 77 ff. Die Studie untersuchte die Finanzberichte von börsenkotierten und nicht börsenkotierten Gesellschaften (darunter kapitalmarktorientierte und private nicht börsenkotierte Gesellschaften) aus Westeuropa von 1996 bis 2006. Sie umfasst 305 664 Geschäftsjahre.

⁷⁰⁰ MORTAL/REISEL, 82 f.

⁷⁰¹ MORTAL/REISEL, 86. Ein Umsatzwachstum von 1% lässt das Investitionsvolumen von börsenkotierten Gesellschaften um 0,32% steigen, dasjenige von nicht börsenkotierten Gesellschaften demgegenüber um 0,16%.

⁷⁰² MORTAL/REISEL, 88.

⁷⁰³ MORTAL/REISEL, 94.

hang zwischen Börsenkotierung und Investitionsvolumen gibt, insbesondere zwischen angelsächsisch und kontinentaleuropäisch geprägten Kapitalmärkten.⁷⁰⁴

ff) Folgen höherer Aktienliquidität

- 383 Es gibt Studien, die den *Zusammenhang zwischen Wertpapierliquidität und F&E-Investitionen* von Gesellschaften untersuchten. Ausgangspunkt dieser Untersuchungen ist der Umstand, dass sich börsenkotierte Gesellschaften von nicht börsenkotierten Gesellschaften insbesondere durch eine höhere Liquidität ihrer Anteile unterscheiden.⁷⁰⁵ Dieser Zusammenhang ist aufgrund der Wechselwirkung zwischen nachhaltiger Innovation und der Wertpapierliquidität schwierig, empirisch zu messen.⁷⁰⁶
- 384 Um diesen Schwierigkeiten der empirischen Messung zu begegnen, untersuchte eine jüngere Studie die Auswirkungen ausserhalb von Gesellschaften entstehender Liquiditätsschocks.⁷⁰⁷ Die Autoren dieser Studie stellten einen *negativen Zusammenhang* zwischen einer steigenden Aktienliquidität und dem Innovations-Output von Gesellschaften fest.⁷⁰⁸ Die Autoren argumentieren, dass eine gestiegene Aktienliquidität die Gefahr feindlicher Übernahmen erhöhe und u.a. den Anteil flüchtiger Aktionäre steigere.⁷⁰⁹ Das könne kurzsichtiges Handeln der Geschäftsleitungsmitglieder fördern und zu geringeren langfristigen Investitionen in immaterielle Güter führen.⁷¹⁰

⁷⁰⁴ Vgl. hierzu BUEREN, 665 m.w.H.

⁷⁰⁵ Siehe hierzu vorne Rz. 242.

⁷⁰⁶ FANG/TIAN/TICE, 2086 m.H. darauf, dass sich das Mass an Innovation einer Gesellschaft auf die Liquidität ihrer Anteile auswirken kann, aber umgekehrt auch das Ausmass der Liquidität auf den Umfang ihrer Innovation.

⁷⁰⁷ FANG/TIAN/TICE, 2086 f. Als Beispiele für sog. exogene Liquiditätsschocks dienen den Autoren zwei schrittweise erfolgte Senkungen der Mindestpreisänderungsgrösse an den US-amerikanischen Börsen von 2000 bis 2001. Zum Begriff Mindestpreisänderungsgrösse (engl. *tick size*) im schweizerischen Recht siehe Art. 31 Abs. 2 lit. e Ziff. 3 FinfraV, erläutert in ERLÄUTERUNGSBERICHT FINFRAV, 18.

⁷⁰⁸ FANG/TIAN/TICE, 1090 ff., 2087, 2122 f. Innovation wurde gemessen anhand der Anzahl Patente und der Anzahl Zitierungen pro Patent. Die Autoren weisen aber auch auf Forschung hin, welche positive Auswirkungen erhöhter Liquidität ermittelt hat (2088 f. m.w.H.). Zur Messung der Liquidität traf die Studie eine kleine Auswahl möglicher Masse; vgl. hierzu die Übersicht bei VAYANOS/WANG, 1334 ff.

⁷⁰⁹ FANG/TIAN/TICE, 2117 ff. Zum positiven Zusammenhang zwischen steigender Liquidität und Aktionärsaktivismus vgl. NORLI/OSTERGAARD/SCHINDELE, 486 ff. Zur Qualifikation von Aktionären gemäss BUSHEE siehe hinten Rz. 413.

⁷¹⁰ Zum Gesagten siehe FANG/TIAN/TICE, 2086 f., 2117 ff.

Die Erkenntnisse lassen aber aus unterschiedlichen Gründen keine Schlussfolgerungen zur kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt zu. Zum einen ist unklar, ob die als Risiko bezeichneten Übernahmen kurzfristig motiviert waren oder auf lange Sicht effizienzsteigernd wirkten.⁷¹¹ Zum anderen zeigte eine andere Studie einen positiven Zusammenhang auf zwischen einer höheren Aktienliquidität und dem Geschäftsgang, gemessen am Marktwert-Buchwert-Verhältnis.⁷¹² 385

c) Kritische Würdigung

Die Anknüpfung an die Investitionen in F&E ist mit Problemen verbunden. Das Motiv hinter einer Erhöhung oder Kürzung der Investitionen in F&E lässt sich aus Finanzkennzahlen nicht herleiten. Ausgabenkürzungen können auch auf Motive zurückgeführt werden, die kein Ausdruck kurzfristiger Orientierung sind.⁷¹³ Ausserdem werden unter dem Titel F&E je nach Branche auch kurzfristige Projekte gefördert.⁷¹⁴ Zudem sind Investitionen im Bereich F&E nicht immer ertragreich.⁷¹⁵ Und schliesslich können solche Investitionen nicht allgemein als Näherungswert für den unternehmerischen Zeithorizont eingesetzt werden, weil Unternehmen in bestimmten Sektoren gar keine entsprechenden Posten in der Betriebsrechnung haben.⁷¹⁶ Die F&E-Ausgaben sind somit nicht immer ein zuverlässiger Näherungswert für eine kurzfristige oder langfristige Orientierung. 386

Es kommt hinzu, dass Studien zu den Zusammenhängen zwischen Übernahmen oder Börsengängen und dem Investitionsvolumen zu *unterschiedlichen Ergebnissen* kommen. Übernahmen sind insgesamt schwer vergleichbar, weil sie von unterschiedlichen Motiven getrieben sind.⁷¹⁷ Studien zu einem Vergleich zwischen dem Investitionsvolumen börsenkotierter Gesellschaften und nicht börsenkotierter Gesellschaften kommen je nach Kapitalmarkt zu unterschiedlichen Ergebnissen. Je nach Land wirkt sich ein Börsengang positiv oder negativ auf das Investitions- 387

⁷¹¹ BUEREN, 669.

⁷¹² FANG/NOE/TICE, 150 ff.

⁷¹³ Zum Gesagten siehe LAVERTY, Short-Termism, 839, Fn. 5, 850. Es bleibt z.B. unklar, ob eine Ausgabenkürzung auf eine übermässige Ausrichtung auf kurzfristige Erträge zulasten des langfristigen Nutzens zurückzuführen ist.

⁷¹⁴ LAVERTY, Short-Termism, 839; für die Ergebnisse einer Umfragestudie siehe POTERBA/SUMMERS, 45, 49, 50, gemäss denen im Durchschnitt nur ein Anteil von rund 21 % (in der produzierenden Industrie rund 22%) der F&E-Ausgaben der Befragten für langfristige Projekte gedacht war; SOUDER/BROMILEY, 552.

⁷¹⁵ LAVERTY, Short-Termism, 839.

⁷¹⁶ BRAUER, 389.

⁷¹⁷ Vgl. vorne Rz. 371.

volumen aus.⁷¹⁸ Es lassen sich deshalb noch keine abschliessenden Erkenntnisse herleiten.

4. Studien zu den Auswirkungen aktivistischer Aktionäre

a) *Verbreitung und Methode*

388 Es gibt Studien, die sich mit den Auswirkungen von finanziell motiviertem Aktivismus institutioneller Investoren, insb. Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften, befassen. Aktionärsaktivismus kann umschrieben werden als jedes Tätigwerden von Aktionären zur Einflussnahme auf die Geschicke der Gesellschaft.⁷¹⁹ Wegen ihrer regelmässig nur *vorübergehenden Beteiligungen* eignen Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften sich gut zur Untersuchung der Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt.⁷²⁰

b) *Überblick über Studienergebnisse*

389 Die Erkenntnisse aus der Fülle an Studien zu Übernahmen durch und Aktivismus von Hedgefonds und Private-Equity-Unternehmen fallen gemischt aus.⁷²¹ Insgesamt ist die Datenlage in den USA besser als in Europa.⁷²² Deshalb beziehen sich viele Untersuchungen auf den US-amerikanischen Raum. Einige dieser Studien zeigen für einzelne Jahre und in Bezug auf enge Zeiträume vor und nach Ankündigung einer aktivistischen Beteiligung durchschnittlich einen signifikanten Zusammenhang zwischen einer *Überrendite* und Hedgefonds-Aktivismus.⁷²³ Es ist aber insbesondere umstritten, ob aktivistische Interventionen tatsächlich langfristig zur Wertschöpfung eines Unternehmens beitragen.⁷²⁴ Einzelne Studien zei-

⁷¹⁸ Vgl. vorne Rz. 376 ff.

⁷¹⁹ GUSTINETTI HENZ, 20; KOHLER/SIERRO, 509; ähnlich bereits WATER/ROTH PEL-LANDA, Shareholder Activism, 81.

⁷²⁰ Zum Ganzen siehe BUEREN, 676.

⁷²¹ Für eine Übersicht siehe DALLAS, 306 ff. m.w.H.; PARTNOY, 100 f.

⁷²² Zum einen gibt es in Europa keine mit der sog. EDGAR-Datenbank (Electronic Database Gathering and Retrieval) der SEC vergleichbare Datenbank zur Offenlegung von Beteiligungen (BUEREN, 677, Fn. 697). Zum anderen geschieht Aktivismus oft auch verdeckt (BECHT/FRANKS/GRANT, 116 f.).

⁷²³ PARTNOY, 103.

⁷²⁴ Siehe z.B. die jüngere Studie von DEHAAN/LARCKER/McCLURE, 1 ff., in der auf der Grundlage von Daten US-amerikanischer Unternehmen im Zeitraum von 1994 bis 2011 keine langfristigen positiven Auswirkungen von Aktionärsaktivismus auf den Unternehmenswert festgestellt wurden. Für eine Übersicht siehe BUEREN, 676 f. m.w.H.

gen einen positiven Zusammenhang zwischen Aktivismus und der Innovation oder Produktivität einer Gesellschaft in den fünf bzw. drei Jahren nach einer Intervention auf.⁷²⁵

Die Studien zu Gesellschaften in Europa zeigen auch uneinheitliche Ergebnisse.⁷²⁶ 390 Einige Untersuchungen in Deutschland ermittelten langfristig einen negativen Zusammenhang zwischen den Interventionen aktivistischer Hedgefonds und dem Unternehmenswert.⁷²⁷ Eine weitere Studie ermittelte einen Zusammenhang zwischen aktivistischen Interventionen und dem *Abzug von Barmitteln* unter gleichzeitiger Senkung der Investitionen.⁷²⁸ Andere Studien kamen zu anderen Erkenntnissen. Bei einer Auswahl von 136 Hedgefonds-Interventionen im Zeitraum von 2000 bis 2008 stellte STADLER eine durchschnittliche Haltedauer von gut einem Jahr fest.⁷²⁹ Er beobachtete kurzfristige Überrenditen, die sich aber auf längere Sicht relativierten.⁷³⁰ Es könne daraus jedoch nicht gefolgert werden, Hedgefonds würden sich auf Kosten der langfristigen Aktionäre bereichern.⁷³¹ Eine jüngere Untersuchung zu rund 650 Interventionen in Europa zwischen 2009 und 2017 zeigte eine positive Auswirkung von Interventionen auf die Erträge der Zielgesellschaften bis ein Jahr nach der Intervention.⁷³² Eine positive Auswirkung auf die langfristige Betriebs-

⁷²⁵ BRAV et al., *Innovation*, 237 ff., gemäss denen sich Aktivismus in den fünf Jahren nach einer Intervention positiv auf die Innovation einer Gesellschaft auswirkte; BRAV/JIANG/KIM, 2723 ff., mit einer ähnlichen Erkenntnis betr. Produktivität in den drei Jahren nach einer Intervention; a.M. COFFEE/PALIA, 607, mit Verweis auf HOFFMAN, C1; LAZONICK, *Profits*, 50; ferner für weitere umstrittene Punkte BUEREN, 677.

⁷²⁶ Für einen Überblick siehe BECHT/FRANKS/GRANT, 117 f.; als Beispiel für eine länderübergreifende Studie siehe BECHT et al., 2933 ff.

⁷²⁷ ACHLEITNER/BETZER/GIDER, 805 ff., die aber langfristig einen positiven Zusammenhang zwischen den Interventionen aktivistischer Private-Equity-Gesellschaften und dem Unternehmenswert ermittelten; differenzierend BESSLER/DROBETZ/HOLLER, 106 ff., mit der Feststellung, dass die Interventionen aggressiver Hedgefonds mit einer kurzfristigen Unternehmenswertsteigerung zusammenhängen, während nicht aggressive Hedgefonds den Unternehmenswert auch langfristig steigern würden.

⁷²⁸ MIETZNER/SCHWEIZER/TYRELL, 151 ff.; vgl. MIETZNER/SCHWEIZER, 495 ff., mit einem leicht positiveren Ergebnis für die Interventionen von Private-Equity-Gesellschaften, bei denen die Autoren kurz- und längerfristig positive Kursentwicklungen feststellten.

⁷²⁹ STADLER, 138. Der Median lag bei 252 Handelstagen (ungefähr ein Jahr) und der Durchschnitt bei 290 Handelstagen (ungefähr 14 Monate).

⁷³⁰ STADLER, 138 ff. Eine Überrendite sechs Monate nach der Intervention wurde nur festgestellt bei Interventionen, bei denen der Hedgefonds einen Verkauf von Unternehmensteilen anstrebte.

⁷³¹ STADLER, 166.

⁷³² ALIOTH, 45 ff., 59 ff.

leistung in Bezug auf die Kapitalrendite und die Umsatzrendite konnte allerdings nicht festgestellt werden.⁷³³ Insofern konnten die entsprechenden Ergebnisse in Bezug auf den US-amerikanischen Markt nicht bestätigt werden.⁷³⁴

- 391 Die bisher einzige Studie zur *Schweiz* kommt im Ergebnis zu einem *positiven Schluss*, obwohl die kurzfristigen positiven Auswirkungen von Hedgefonds-Beteiligungen auf den Aktienkurs durch eine langfristig negative Kursentwicklung relativiert werden. Im Rahmen der Studie wurden knapp 100 Hedgefonds-Beteiligungen an Schweizer Gesellschaften im Zeitraum von 2004 bis 2013 untersucht. Es wurden die Aktienkursentwicklung im Zeitraum um die Publikation der Beteiligung analysiert und die aussergewöhnliche Rendite berechnet.⁷³⁵ Bei nicht konfrontativen Beteiligungen ermittelte der Autor langfristig eine positive Aktienkursentwicklung. Bei konfrontativen Beteiligungen stellte er hingegen eine negative Aktienkursentwicklung fest. Trotz des negativen Zusammenhangs zeigte die Studie insgesamt positive Auswirkungen der Hedgefonds-Beteiligungen auf die Gesamtkapitalrendite und den Ertrag pro Aktie.⁷³⁶

c) *Kritische Würdigung*

- 392 Angesichts der uneinheitlichen Studienergebnisse lässt sich *kein klares Fazit* zu den wirtschaftlichen Auswirkungen aktivistischer Aktionäre auf die Zielgesellschaften ziehen. Ein Fazit ist deshalb schwierig, weil sich die Studien insbesondere hinsichtlich der Methode und des Bewertungszeitraums unterscheiden.⁷³⁷ Hinzu kommt, dass sich das Mass von Aktivismus aufgrund der konjunkturellen Bedingungen und des regulatorischen Umfelds wandelt.⁷³⁸ Auch dieser Umstand wird in empirischen Untersuchungen nicht immer berücksichtigt.
- 393 Ausserdem ist nicht klar, inwiefern eine allfällige kurzfristige Orientierung der Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften als Investoren mit den untersuchten Unternehmensparametern zusammenhängt. Die Studie von STADLER lässt

⁷³³ ALIOTH, 60 f.

⁷³⁴ Vgl. vorne Rz. 389.

⁷³⁵ Die Studie stellte u.a. ab auf die Methode von BRAV et al., *Activism*, 1729 ff.

⁷³⁶ Zum Ganzen siehe IZDEBSKI, *passim*.

⁷³⁷ DALLAS, 309. So lässt z.B. die Studie von IZDEBSKI, *passim*, die zu einem positiven Fazit hinsichtlich der Auswirkungen auf die Gesamtkapitalrendite und die Ausschüttungen im Jahr nach der Publikation der Beteiligung kommt, ausser Acht, wie sich diese Parameter langfristig, d.h. mehr als ein Jahr nach der Publikation der Beteiligung, entwickeln.

⁷³⁸ Für eine Übersicht vgl. RINGE, 395 ff.

zwar vermuten, dass die Beteiligungen von Hedgefonds in der Regel nicht langfristig angelegt sind.⁷³⁹ Eine kurze Haltedauer darf aber nicht ohne Weiteres mit einer kurzfristigen Orientierung gleichgesetzt werden. Die *unklare Kausalität* der beobachteten Unternehmensentwicklungen lässt keine eindeutige Schlussfolgerung zu. Mit anderen Worten ist nicht ohne Zweifel erstellt, ob die Entwicklung der beobachteten Unternehmensparameter auf die aktivistischen Beteiligungen und deren mutmassliche kurzfristige Ausrichtung zurückzuführen ist.

Aus den unterschiedlichen Studienergebnissen lässt sich immerhin herleiten, dass 394
aktivistische Interventionen *langfristig kaum signifikant positive Auswirkungen* auf die Unternehmen haben. Eine Mehrheit der Untersuchungen ermittelte langfristig eine Relativierung allfälliger positiver Auswirkungen von Hedgefonds-Beteiligungen auf den Aktienkurs.⁷⁴⁰ Wie die Studien von IZDEBSKI und BESSLER/DROBETZ/HOLLER zeigen, wirken sich nicht konfrontative Beteiligungen im Vergleich zu konfrontativen Beteiligungen positiver aus.⁷⁴¹ IZDEBSKI stellte darüber hinaus einen positiven Einfluss auf die Gesamtkapitalrendite und den Ertrag pro Aktie fest. Seine Analyse beschränkt sich aber auf einen Zeitraum von einem Jahr nach Publikation der Beteiligung und sagt deshalb nichts aus über die langfristigen Auswirkungen.

5. Studien zu verkürzten Entscheidungshorizonten von Leitungsorganen

a) *Verbreitung und Methode*

Es gibt Studien, die untersuchen, inwiefern sich Geschäftsführer in Situationen, in 395
denen sich ihr Entscheidungshorizont üblicherweise verkürzt, aus Sicht des Unternehmens kurzsichtig handeln.

Die typischen Situationen gehen zurück auf zwei wirtschaftswissenschaftliche 396
Theorien. Die Theorie zu den Karrierebedenken (*career concerns*) geht davon aus, dass sich die zunächst unbekanntesten Fähigkeiten eines Managers allmählich in den Unternehmensergebnissen widerspiegeln. Dieser Umstand verleite zum einen die Manager dazu, durch das Erzielen kurzfristiger Erträge Kompetenz ausweisen zu wollen.⁷⁴² Zum anderen führe er dazu, dass Aktionäre und das Auf-

⁷³⁹ Vgl. vorne Rz. 390.

⁷⁴⁰ Siehe vorne Rz. 389.

⁷⁴¹ Zu den Studien vgl. vorne Fn. 727, 737.

⁷⁴² Siehe NARAYANAN, Incentives, 1469 ff., der die Theorie begründete; zusammenfassend LUNDSTRUM, 353 ff.; zur Kritik siehe DARROUGH, 1097 ff., gemäss der die

sichtsorgan eine kurzfristig orientierte Strategie anordnen, um die Kompetenz des Managers schneller überprüfen zu können.⁷⁴³ Die Theorie zur Managerfluktuation (*horizon problem*) besagt, dass Manager mit zunehmender Wahrscheinlichkeit gegen Ende ihrer Amtszeit dazu neigen, in kurzfristig statt langfristig ertragreiche Projekte zu investieren, sofern sich die Vergütung am aktuellen Unternehmensgewinn orientiert.⁷⁴⁴

b) Überblick über Studienergebnisse

397 Die empirische Forschung hat im Zusammenhang mit den Entscheidungshorizonten von Geschäftsleitungsmitgliedern unterschiedliche Konstellationen untersucht.

aa) Auswirkungen des nahenden Endes der Amtszeit von Leitungsorganen

398 Eine erste Gruppe von Studien untersuchte, ob Manager gegen *Ende ihrer Amtszeit* zu kurzfristigen Geschäftsentscheiden hinsichtlich Investition und Bilanzierung neigen.⁷⁴⁵ Eine stark beachtete Untersuchung von knapp 60 Abgängen von CEOs von Unternehmen mit starker Forschungsaktivität im Zeitraum von 1974 bis 1988 hat ergeben, dass die Geschäftsführer im Geschäftsjahr des Abgangs und demjenigen davor weniger Mittel für nicht aktivierbare Investitionen im Bereich F&E investierten.⁷⁴⁶ Diese Beobachtung fällt weniger stark aus bei Unternehmen, in denen die Geschäftsführer zugleich eine Beteiligung hielten.⁷⁴⁷ Die Studie liefere gemäss den Autoren ein Indiz dafür, dass Manager gegen Ende ihrer Amtszeit zu kurzfristig ertragreichen Entscheiden neigten. Sie schlossen andere Erklärungen für das beobachtete Mass an F&E-Ausgaben aber nicht aus.⁷⁴⁸ Jüngere Studien be-

Aktionäre das Risiko kurzfristiger Geschäftsentscheide in Kenntnis aller verfügbaren Investitionsprojekte mit einer auf lange Sicht ausgerichteten Vergütungspolitik reduzieren können; zur Entgegnung der Kritik siehe NARAYANAN, Reply, 1103 f., gemäss dem die Kritik insb. nicht verfängt, weil die Aktionäre in der Praxis nicht über alle verfügbaren Investitionsprojekte Bescheid wissen.

⁷⁴³ THAKOR, 2 ff. Diese Theorie steht in Widerspruch zu den Erkenntnissen von BOLTON/SCHINKMAN/XIONG, 577 ff., gemäss denen der Kapitalmarkt Anreize für kurzfristige Geschäftsentscheide schafft.

⁷⁴⁴ Zum Gesagten siehe PALLEY, 547 ff.; SMITH/WATTS, 145.

⁷⁴⁵ CASSELL/HUANG/SANCHEZ, 1910 m.w.H.

⁷⁴⁶ DECHOW/SLOAN, 51 ff.

⁷⁴⁷ DECHOW/SLOAN, 65 ff., 78.

⁷⁴⁸ DECHOW/SLOAN, 78 f.

stätigen das Ergebnis, dass Manager gegen Ende ihrer Amtszeit zu kurzfristigen Geschäftsentscheiden neigen, wenn das Vergütungsmodell aktuelle Erträge berücksichtigt.⁷⁴⁹ Mittels Vergütungsausschüssen und anderer interner Kontrollmechanismen wird versucht, kurzfristigen Geschäftsentscheiden entgegenzuwirken.⁷⁵⁰

Untersuchungen über den Zusammenhang eines verkürzten Karrierehorizonts und Investitionsentscheidungen erlauben aus zwei Gründen nur begrenzt allgemeine Schlussfolgerungen. 399

Erstens stehen die Auswirkungen allfälliger Sorgen des Managers hinsichtlich seiner Karriere und der Effekte des nahenden Endes der Amtszeit in einer *Wechselwirkung* zueinander. Der Zeithorizont von Managern wächst zunächst, bevor er zum Ende der Amtszeit wieder sinkt, weil der Manager nicht mehr von langfristigen Projekten profitieren kann. Es kann sein, dass die längerfristige Orientierung mangels Karrieresorgen durch die tendenziell kurzfristige Orientierung, bedingt durch das näherkommende Ende der Amtszeit, relativiert wird.⁷⁵¹ Zudem gehen jüngere Manager tendenziell mehr Risiko ein als ältere.⁷⁵² Ein Zusammenwirken dieser Faktoren kann die Orientierung eines Managers beeinflussen. Die Orientierung ist deshalb stark von den Umständen des Einzelfalls abhängig.⁷⁵³ 400

⁷⁴⁹ Siehe z.B. KALYTA, 1553 ff., der anhand einer Stichprobe von CEO-Rücktritten bei Fortune-1000-Unternehmen im Zeitraum von 1997 bis 2006 Indizien für einkommenssteigernde Ergebnissteuerung ausmachte; vgl. CASSELL/HUANG/SANCHEZ, 1909 ff., die aus Stichproben von 862 bzw. 272 Abgängen im Zeitraum von 1997 bis 2009 ermittelt haben, dass CEOs im letzten Amtsjahr mit grösserer Wahrscheinlichkeit und häufiger Gewinnvorhersagen veröffentlichen als im Jahresdurchschnitt davor; GAO, 833 ff., der aufgrund einer Stichprobe von Akquisitionsentscheidungen im Zeitraum von 1993–2004 feststellte, dass Manager kurz vor der Pensionierung eher zu kurzfristig ertragreichen Transaktionsentscheiden neigen, die langfristig zu einer schlechteren Aktienkursentwicklung führen; ferner SERFLING, 251 ff., mit dem Befund, dass CEOs mit zunehmenden Alter weniger risikoreich handeln.

⁷⁵⁰ Zum Argument betr. Vergütungsausschüsse siehe HUSON et al., 231 ff. Zur Vertragsgestaltung als Mittel gegen kurzfristige Managerentscheide siehe DIKOLLI/KULP/SEDATOLE, 199 ff.

⁷⁵¹ Zum Gesagten siehe BUEREN, 681 m.w.H.

⁷⁵² FALK et al., 1667 ff.

⁷⁵³ BUEREN, 681, mit dem Beispiel eines neu eingestellten Managers mit vergleichsweise hohem Alter. Der Umstand, dass der Manager am Anfang seiner Amtszeit steht, spricht für eine kleinere Risikoaversität. Das hohe Alter spricht für eine grössere Risikoaversität.

401 Zweitens sind die Untersuchungen zu den Folgen eines verkürzten Karrierehorizonts *methodischer Kritik* ausgesetzt.⁷⁵⁴ Gemäss CAZIER überlagern zwei Faktoren, die nichts mit der Theorie zur Managerfluktuation zu tun haben, die Querschnittanalyse zwischen den F&E-Ausgaben und dem Alter oder der Amtszeit von Managern. Zum einen sei bereits die Auswahl der untersuchten Unternehmen verfälscht.⁷⁵⁵ Zum anderen neigten forschungsintensive Unternehmen dazu, jüngere CEOs einzustellen.⁷⁵⁶ Anhand zweier Studien unter Berücksichtigung der langfristigen Entwicklung von F&E-Ausgaben unterschiedlicher CEOs zeigt CAZIER auf, dass ein negativer Zusammenhang zwischen dem steigenden CEO-Alter und den F&E-Ausgaben verschwindet.⁷⁵⁷ Studien mit einer Querschnittbetrachtung sollten deshalb untersuchen, ob die beobachteten Korrelationen auf Unternehmensfaktoren zurückzuführen sind statt auf Eigenschaften des CEO.

bb) Auswirkungen längerer Dauer der Amtszeit von CEOs

402 Eine zweite Gruppe von Studien untersuchte, welche Auswirkungen die Dauer der Amtszeit eines CEO auf die F&E-Ausgaben hat. Eine neuere Studie aus den USA hat ermittelt, dass es *weniger Kürzungen bei den F&E-Ausgaben* eines Unternehmens gebe, je stärker dessen CEO vertraglich gegen die Risiken einer Kündigung oder Nichtfortsetzung des Arbeitsverhältnisses abgesichert sei. CEOs mit längerer Amtsdauer und stärkerer finanzieller Absicherung neigten weniger zu einer ertragssteuernden Kürzung von F&E-Ausgaben.⁷⁵⁸ Es gibt somit – zumindest für die USA – Indizien, dass die kurze Amtszeit eines CEO mit einer kurzfristigen Ori-

⁷⁵⁴ Vgl. CAZIER, 584 ff., der in seiner Untersuchung u.a. auf die Studien von DECHOW/SLOAN, 51 ff., und LUNDSTRUM, 353 ff., eingeht.

⁷⁵⁵ CAZIER, 586. Je mehr ein Unternehmen in F&E investiere, desto grösser sei die Wahrscheinlichkeit, dass es in künftigen Jahren zu einer Dekotierung komme. Das liege daran, dass forschungsintensive Unternehmen eine grössere Übernahmewahrscheinlichkeit und ein erhöhtes Risiko hätten, zu scheitern. Die verbleibenden Unternehmen mit verfügbaren Daten sind diejenigen mit einer geringeren Forschungsintensität (sog. *survivorship bias*).

⁷⁵⁶ CAZIER, 587 f. Der Befund basiert auf einer Stichprobe von 955 CEO-Anstellungen im Zeitraum von 1997 bis 2006 in forschungsintensiven Branchen. Der Autor führt die beobachtete Korrelation darauf zurück, dass riskante Wachstumsstrategien eine jüngere und dynamischere Führungsperson erfordern.

⁷⁵⁷ CAZIER, 588 ff.

⁷⁵⁸ Zum Gesagten siehe CHEN et al., 1871 ff. Die Studie basiert auf Daten US-amerikanischer Unternehmen im Zeitraum von 1995 bis 2008.

entierung korreliert. Gleichzeitig zeigen die Befunde, dass sich dieses Risiko durch Vertragsgestaltung reduzieren lässt.⁷⁵⁹

Eine längere Amtsdauer des CEO hat aber auch Nachteile. Eine jüngere Studie aus den USA hat ermittelt, dass die Anzahl Investitionen eines CEO über die Dauer seiner Amtszeit steigt, die Qualität der Investitionen aber abnimmt.⁷⁶⁰ Die *sinkende Qualität der Investitionen* zeigen die Autoren auf anhand der Reaktion des Kapitalmarkts auf die Ankündigung der Investitionen.⁷⁶¹ Längere Amtszeiten können also einerseits die Risiken kurzfristiger Orientierung eindämmen, aber andererseits dazu führen, dass interne Kontrollmechanismen versagen.⁷⁶² 403

cc) Auswirkungen variabler Vergütungsmodelle und von Vergütungskürzungen

Eine dritte Gruppe von Studien ermittelte den Zusammenhang zwischen variablen Vergütungsmodellen und der Orientierung von Managern. Generell zeigt eine Mehrheit von Studien, dass Manager dazu neigen, ihre variable Vergütung zu steigern, indem sie *kurzfristig orientierte Bilanzpolitik* betreiben.⁷⁶³ Sie steuern mit einer Kürzung langfristig orientierter Ausgaben, namentlich Investitionen in F&E, die für die Vergütung massgeblichen Kennzahlen.⁷⁶⁴ Eine jün- 404

⁷⁵⁹ Vgl. DIKOLLI/KULP/SEDATOLE, 199 ff., gemäss denen Unternehmen mit einem CEO kurz vor dem Amtsende dem Einbezug vorausschauender Informationen mehr Gewicht einräumen.

⁷⁶⁰ PAN/WANG/WEISBACH, 2955 ff. Die Studie untersuchte 4'219 CEO-Wechsel in 2'991 Unternehmen im Zeitraum von 1992 bis 2009. Die durchschnittliche Amtszeit lag bei 5.4 Jahren.

⁷⁶¹ PAN/WANG/WEISBACH, 2984 f. Als Investitionen im Sinne der Studie gelten Investitionsausgaben und Übernahmen.

⁷⁶² Siehe PAN/WANG/WEISBACH, 2993, die den steigenden Einfluss des CEOs auf das Aufsichtsorgan als Ursache dafür beschreiben; vgl. BARZUZA/TALLEY, 3 ff. m.H. darauf, dass CEOs auch dazu neigen können, langfristige Projekte zu überschätzen (sog. *long-term bias*).

⁷⁶³ Für Übersichten siehe BEBCHUK/FRIED, 183 ff.; EDMANS/GABAIX, 1272 f.; KALYTA, 1555 f.; für eine neuere Studie vgl. EDMANS et al., 4099 ff., die aufzeigen, dass CEOs die Veröffentlichung positiver Medienmitteilungen zum Unternehmen strategisch auf denjenigen Zeitpunkt festlegen, in dem sie Aktienpakete oder Optionen erhalten. Die positive Berichterstattung steigert den Aktienkurs. Die CEOs profitieren davon, wenn sie ihre Beteiligung kurz nach der Veröffentlichung zu einem hohen Preis verkaufen können.

⁷⁶⁴ EDMANS/FANG/LEWELLEN, 2229 ff.

gere Studie stellt ein ähnliches Verhalten im Zusammenhang mit Vergütungskürzungen fest.⁷⁶⁵

c) Kritische Würdigung

- 405 Die Studien zu den Auswirkungen verkürzter CEO-Entscheidungshorizonte liefern u.a. Indizien dafür, dass Leitungsorgane gegen Ende ihrer Amtszeit und mit steigendem Alter in Bezug auf langfristige Investitionen zurückhaltend agieren.⁷⁶⁶ Die entsprechenden empirischen Erkenntnisse knüpfen an die wirtschaftswissenschaftliche Theorie zu den Karrierebedenken und zur Managerfluktuation an.⁷⁶⁷ Sie bestätigen eine gewisse *kurzfristige Orientierung von Leitungsorganen* in Situationen, in denen sich deren Entscheidungshorizont verkürzt.
- 406 Ebenfalls empirisch belegt ist, dass dieser Form kurzfristiger Orientierung auf Ebene der Leitungsorgane mit Vergütungsmodellen begegnet werden kann, die auf langfristigen Parametern abstellen.⁷⁶⁸ Auch in der Schweiz hat sich die Leitidee einer *langfristig orientierten Vergütungspolitik* mit der Annahme der «Abzocker-Initiative» im Jahre 2013 auf Verfassungsebene durchgesetzt.⁷⁶⁹
- 407 Die besagten Studien liefern aber keinen eindeutigen Beweis für einen Zusammenhang zwischen kurzfristig orientierten Aktionären und dem verkürzten Entscheidungshorizont der Leitungsorgane. Es kann vermutet werden, dass das Anlageverhalten der Aktionäre Druck auf die Leitungsorgane ausübt. Reagiert der Kapitalmarkt auf kurzfristige Erträge oder Verluste, mag dies den – aufgrund einer kurzsichtigen Vergütungspolitik ohnehin bereits grossen – Druck auf den CEO noch verstärken. Es ist nicht abwegig, davon auszugehen, dass die festgestellte kurzfristige Orientierung von CEOs Ausdruck einer Fokussierung der Investoren auf kurzfristige Erträge ist. Diese Kausalität geht aus den empirischen Studien zu den verkürzten CEO-Entscheidungshorizonten aber nicht hervor. Die besagten

⁷⁶⁵ LOBO/MANCHIRAJU/SRIDHARAN, 1 ff. Die Autoren analysierten 1496 Vergütungskürzungen im Zeitraum von 1994 bis 2013 bei börsenkotierten US-amerikanischen Unternehmen. Sie stellten fest, dass CEOs dazu neigen, nach einer Vergütungskürzung durch Bilanzpolitik die kurzfristigen Erträge zu steigern versuchen, um dadurch wieder auf das Vergütungsniveau vor der Kürzung zu kommen. Ausserdem zeigten nur Unternehmen mit einem geringen Mass an Bilanzpolitik eine langfristig positive Unternehmensentwicklung.

⁷⁶⁶ Siehe vorne Rz. 398.

⁷⁶⁷ Siehe vorne Rz. 396.

⁷⁶⁸ Siehe vorne Rz. 404.

⁷⁶⁹ Siehe vorne Rz. 111.

Studien vermögen die wirtschaftlichen Auswirkungen kurzfristig orientierter Aktionäre auf das Unternehmen somit nicht zu belegen.

6. Studien zu den Auswirkungen kurzfristiger Aktionärsbeteiligungen

a) *Verbreitung und Methode*

Vornehmlich von Interesse sind Studien, die untersuchten, inwieweit sich kurzfristige Aktionärsbeteiligungen auf unterschiedliche Grössen im Unternehmen auswirken, die im Zusammenhang mit kurzfristiger Orientierung stehen. Sie basieren auf einer *Klassifizierung von Aktionären* nach Anlagehorizont. 408

Gemeinhin werden Anleger mit einem *längerfristigen Verbindlichkeitenprofil* zu den langfristig orientierten Aktionären gezählt. Sie investieren mitunter in illiquide Anlagen, stellen namentlich privates Beteiligungskapital oder Risikokapital zur Verfügung oder beteiligen sich an Immobilien- oder Infrastrukturprojekten. Dazu gehören z.B. Family Offices, Stiftungen, Staatsfonds, Pensionskassen und Lebensversicherer.⁷⁷⁰ Demgegenüber gelten Hedgefonds und Hochfrequenzhändler als kurzfristig orientierte Aktionäre.⁷⁷¹ Eine Klassifizierung nach Investorengruppen ist allerdings zu unpräzise für belastbare Rückschlüsse, weil sich nicht alle Akteure in den besagten Gruppen gleich verhalten.⁷⁷² Ausserdem lassen sich gewisse Investorengruppen von Land zu Land nur schwer vergleichen.⁷⁷³ 409

Die heute herrschende Klassifizierung unterscheidet zwischen flüchtigem Kapital bzw. vorübergehenden Aktionären und dauerhaftem Kapital bzw. beständigen Aktionären.⁷⁷⁴ *Vorübergehende Aktionäre* verlegen ihr Kapital unabhängig von der 410

⁷⁷⁰ Zum Gesagten siehe WEF, 17, 77.

⁷⁷¹ Vgl. vorne Rz. 326 und 328.

⁷⁷² Vgl. BUSHEE, Behavior, 29, 31, der in Form einer Grafik für den Zeitraum von 1983 bis 2002 aufzeigt, dass es in den USA in unterschiedlichen Investorengruppen unterschiedliche Zeithorizonte gibt.

⁷⁷³ Je nach Rentensystem haben z.B. Pensionskassen unterschiedliche Bedeutungen (vgl. OECD, Renten, 163 f., mit einer Übersicht über die unterschiedlichen betrieblichen Rentensysteme in den OECD-Ländern).

⁷⁷⁴ BUEREN, 686. Diese Unterteilung geht zurück auf PORTER, Capital Choices, 4 ff.; ähnlich bereits MÜLLER-ERZBACH, 19, der bei Aktionären unterscheidet zwischen erstens denjenigen mit Absicht auf eine beständige Beteiligung und auf Einflussnahme auf das Leitungsorgan, zweitens denjenigen, die nur eine Vermögensanlage suchen und keine Absicht haben, sich weitergehend zu engagieren, und drittens denjenigen, die nur kurzfristig auf eine Kurssteigerung spekulieren.

Grösse ihrer Beteiligung von Gesellschaft zu Gesellschaft, wenn sich die kurzfristigen Erfolgsaussichten der Gesellschaft ändern.⁷⁷⁵ Je nach Definition treffen sie ihre Entscheide aufgrund von unternehmensexternen Informationen oder Gesprächen mit den Leitungsorganen einer Gesellschaft.⁷⁷⁶ Demgegenüber investieren *beständige Aktionäre* über längere Zeit in Gesellschaften, erhöhen ihre Beteiligung mit neuem Kapital und nehmen unter Umständen Einfluss auf die Geschäftsleitung.⁷⁷⁷ In dieser beschriebenen Verhaltensweise fügen sie sich ein in das Konzept von Abwanderung und Widerspruch von HIRSCHMAN.⁷⁷⁸

b) Empirische Operationalisierung und Überblick über Studien mit Feststellungen zu negativen Auswirkungen kurzfristiger Aktionäre

411 Die Klassifizierung in vorübergehende und beständige Aktionäre ist schwierig, empirisch zu operationalisieren. Zum einen sind Daten zur Portfoliozusammensetzung nicht durchgehend verfügbar. Beispielsweise greifen kapitalmarktrechtliche Offenlegungspflichten, die die nötige *Transparenz* für die Erhebungen schaffen, erst ab einer gewissen Beteiligungsschwelle.⁷⁷⁹ Zum anderen gibt es zahlreiche Variablen zur Klassifizierung von Anlageverhalten als flüchtig oder dauerhaft. Die ermessensabhängige Auswahl der Variablen kann das Ergebnis einer empirischen Untersuchung einschränken.⁷⁸⁰

aa) Drei-Gruppen-Modell

412 Ausgehend von der vorherrschenden Klassifizierung hat BUSHEE mit Daten institutioneller Investoren in den USA einen Ansatz entwickelt, um Aktionäre in drei Gruppen einzuteilen.⁷⁸¹ Die Daten stammen aus den gesammelten Informationen der aufsichtsrechtlichen Offenlegungspflicht institutioneller Investoren mit einem verwalteten Vermögen von mindestens USD 100 Mio.⁷⁸² Er entwickelte neun Va-

⁷⁷⁵ PORTER, Capital Choices, 8 f.

⁷⁷⁶ BUEREN, 686.

⁷⁷⁷ PORTER, Capital Choices, 8 f.

⁷⁷⁸ Zum Konzept von HIRSCHMAN siehe vorne Rz. 48.

⁷⁷⁹ Siehe z.B. die Meldepflicht gem. Art. 120 FinfraG.

⁷⁸⁰ Zum Ganzen siehe BUEREN, 686 f.

⁷⁸¹ BUSHEE, R&D Investment, 324 ff.

⁷⁸² BUSHEE, R&D Investment, 317. 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. Die Daten werden in der EDGAR-Datenbank gesammelt. Zum Gesagten siehe Section 13 (f) Securities Exchange Act 1934, 15 U.S.C. § 78m(f).

riablen, die das *Anlageverhalten* institutioneller Investoren in den USA beschreiben. Vier Variablen beschreiben die Portfoliodiversifikation, zwei den Portfolioumschlag und drei Variablen messen, inwieweit der Anleger auf die aktuelle Gewinnentwicklung reagiert.⁷⁸³ Mittels Hauptkomponentenanalyse bestimmte er drei charakterisierende Faktoren: die durchschnittliche Grösse der Beteiligung an Unternehmen im Portfolio, den Portfolioumschlag und die Sensibilität auf Informationen zur aktuellen Gewinnentwicklung.⁷⁸⁴

Auf dieser Grundlage und mittels Clusteranalyse teilte er institutionelle Investoren 413 anhand von Daten zwischen 1983 und 2002 in drei Gruppen ein:⁷⁸⁵ (1.) Flüchtige Investoren (*transient institutions*), die erste Gruppe, haben die höchste Umschlagsrate, verfolgen am häufigsten Momentumstrategien und haben ein stark diversifiziertes Portfolio. (2.) Engagierte Investoren (*dedicated institutions*), die zweite Gruppe von Investoren, haben konzentrierte Portfolios, eine geringe Umschlagsrate und kaum Handelssensibilität aufgrund aktueller Gewinnaussichten. (3.) Dazwischen sind – als dritte Gruppe – 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.⁷⁸⁶

Seine Studie hat ergeben, dass Gesellschaften mit einem hohen Anteil flüchtiger 414 Investoren mit überdurchschnittlich hoher Wahrscheinlichkeit F&E-Ausgaben kürzen. Zwar hat er festgestellt, dass mit einem hohen Anteil an institutionellen Investoren die Wahrscheinlichkeit der *Ausgabenkürzung im Bereich F&E* sinkt. Gleichwohl sah er aufgrund der erhöhten Wahrscheinlichkeit bei Gesellschaften mit vielen flüchtigen Investoren die Befürchtung bestätigt, dass kurzfristig orientierte Anleger bei den Leitungsorganen Druck erzeugten, die F&E-Ausgaben zur Steigerung kurzfristiger Erträge zu kürzen.⁷⁸⁷

Der Befund von BUSHEE wird noch heute als Nachweis für kurzfristige Orientie- 415 rung gesehen,⁷⁸⁸ ist aber gleichwohl mit gewissen *Vorbehalten* auszulegen. Erstens

⁷⁸³ Zum Gesagten siehe BUSHEE, R&D Investment, 324 f.

⁷⁸⁴ BUSHEE, R&D Investment, 326. Zur Hauptkomponentenanalyse siehe WOLFF/BACHER, 333 ff.

⁷⁸⁵ BUSHEE, R&D Investment, 326, mit Daten von 1983 bis 1994; BUSHEE, Behavior, 28 ff., mit Daten von 1983 bis 2002. Zur Clusteranalyse siehe WIEDENBECK/ZÜLL, 525 ff.

⁷⁸⁶ Zum Gesagten siehe BUSHEE, R&D Investment, 326; BUSHEE, Behavior, 30 f.

⁷⁸⁷ Zum Ganzen siehe BUSHEE, R&D Investment, 322, 328, 330 f.

⁷⁸⁸ WEF, 42, Fn. 33.

bleiben Investoren gemäss der Studie nicht dauerhaft flüchtig. Das stellt den Zusammenhang zwischen zurückliegendem Anlageverhalten und aktuellen Managemententscheidungen infrage. Zweitens kann die Studie die *Kausalität* zwischen kurzfristigem Anlageverhalten und dem Managemententscheid nicht beweisen, auch wenn die Umstände dafür sprechen, dass die Kausalität zutrifft. Und drittens sind die Prozesse, in denen F&E-Ausgaben gekürzt werden, nicht einheitlich und transparent.⁷⁸⁹ Das macht eine Interpretation schwierig, weil unklar ist, inwieweit Corporate-Governance-Mechanismen die Leitungsorgane gegen kurzsichtiges Handeln abschirmen. Gleichwohl bleibt die Studie aufgrund der Datenmenge nach wie vor viel beachtet.⁷⁹⁰

- 416 Bei der Interpretation sind ausserdem bestimmte *Einschränkungen im Zusammenhang mit der Datengrundlage* zu beachten. Erstens umfassen die verwendeten Daten aus den 13F-Filings nur institutionelle Investoren und keine anderen Anleger. Sie sagen folglich nichts über die Orientierung des Aktionariats von Gesellschaften mit geringem Anteil institutioneller Investoren aus.⁷⁹¹ Zweitens sind Leerverkäufe nicht von der Meldepflicht erfasst.⁷⁹² Vermeintlich beständige Investoren können sich mit Leerverkäufen und Derivatgeschäften aber gleichwohl kurzfristig verhalten.⁷⁹³ Drittens mögen die Daten die tatsächlichen Verhältnisse nicht vollständig abzubilden, weil die Handelsaktivität innerhalb eines Quartals nicht ersichtlich ist.⁷⁹⁴ Viertens relativiert die fehlende Überprüfung der offengelegten Informationen durch die Aufsichtsbehörde die Verlässlichkeit der Daten.⁷⁹⁵ Und schliesslich ist von 13F-Filings nur die Handelsaktivität an einer der US-amerikanischen Börsen umfasst. Rückschlüsse auf andere Kapitalmärkte sind nur begrenzt möglich. Die Befunde, die sich auf die Daten aus 13F-Filings abstützen, sind deshalb mit einer gewissen Vorsicht anzuschauen.
- 417 Die auf der ursprünglichen Studie von BUSHEE aufbauende Forschung hat trotz der Einschränkungen vielfältige positive Zusammenhänge zwischen der Bestän-

⁷⁸⁹ Zum Gesagten siehe BUSHEE, R&D Investment, 331.

⁷⁹⁰ Für eine Übersicht basierend auf der Aufteilung von BUSHEE, R&D Investment, 326, und BUSHEE, Behavior, 29, siehe DALLAS, 301 ff. m.w.H.

⁷⁹¹ Zum Gesagten siehe CREMERS/PAREEK, 1653 f., 1656, die deshalb die kleinsten 20% der Gesellschaften und das Drittel der Gesellschaften mit dem geringsten Anteil institutioneller Investoren aus der Studie ausschlossen.

⁷⁹² Zum Gesagten siehe GASPAR/MASSA/MATOS, 142.

⁷⁹³ BUEREN, 690 f.

⁷⁹⁴ Vgl. CREMERS/PAREEK, 1653, 1655, deren Studie ebenfalls auf Daten aus 13F-Filings basiert.

⁷⁹⁵ SEC, Reporting Requirements, 6 ff.

digkeit des Aktionariats und den Entscheidungen der Leitungsorgane sowie *negative Folgen eines hohen Anteils flüchtiger Investoren* festgestellt. Ein hoher Anteil flüchtiger Investoren führt zu einer Überbewertung kurzfristiger Erträge gegenüber langfristigen Erträgen.⁷⁹⁶ Unternehmen mit mehr Transparenz bezüglich historischer Unternehmensdaten und einem schwächeren Fokus auf vorausschauende Informationen mit kurzfristigen Prognosen ziehen mit grösserer Wahrscheinlichkeit beständige Investoren an.⁷⁹⁷ Gesellschaften mit einem hohen Anteil flüchtiger Investoren erfüllen mit grösserer Wahrscheinlichkeit die Prognosen der Analysten mittels ergebnissteigernder Bilanzpolitik.⁷⁹⁸ Sie neigen aber auch zu Buchungsfehlern und müssen eher ihre Bilanzen berichtigen.⁷⁹⁹ Flüchtige Investoren halten eine Aktie bis zu einem Monat vor Ende einer Folge von quartalsweisen Ergebnissteigerungen, mutmasslich gestützt auf einen Austausch mit der Unternehmensleitung, während beständige Investoren und indexnahe Investoren ihre Beteiligung aufrechterhalten.⁸⁰⁰

Trotz der Einschränkungen betreffend die Datengrundlage gehen aus Studien basierend auf Daten aus 13F-Filings Indizien hervor, dass beständige Investoren einen gewissen Schutz vor kurzfristig orientierten Geschäftsentscheidungen bieten. Die besagten Studien sind im Vergleich zu anderen Erhebungen am umfassendsten.⁸⁰¹ Zwar wurde gegen die Erkenntnisse von BUSHEE eingewendet, er gehe bei der Interpretation der Daten davon aus, der vorbestehende Stand der F&E-Ausgaben der untersuchten Unternehmen sei optimal. Ginge man hingegen davon aus, dass Gesellschaften mit einem hohen Anteil beständiger Investoren tiefe vorbestehende F&E-Ausgaben hätten, bestünde ohnehin weniger Spielraum für weitere Kürzungen zur Steigerung kurzfristiger Erträge. Stimme diese Annahme, würde die Studie von BUSHEE aufzeigen, dass Ausgabenkürzungen bei Gesellschaften mit einem hohen Anteil institutioneller Investoren im Falle eines Rückgangs der Geschäftsergebnisse wenig wahrscheinlich seien, obwohl institutionelle

⁷⁹⁶ BUSHEE, Near-Term Earnings, 214, 216 f., 229, 232 ff.; zusammenfassend BUSHEE, Behavior, 32; krit. CREADY, 252 f.

⁷⁹⁷ BUSHEE/NOE, 171 ff.; zusammenfassend BUSHEE, Behavior, 33 f. Umgekehrt zieht eine stärkere Fokussierung auf prospektive Informationen flüchtige Investoren an. Das führt zu mehr Volatilität.

⁷⁹⁸ MATSUMOTO, 483 ff.; die Ergebnisse bestätigend KOH, 294; vgl. HSU/KOH, 809 ff., mit Resultaten bezogen auf Australien.

⁷⁹⁹ BURNS/KEDIA/LIPSON, 443 ff.

⁸⁰⁰ KE/PETRONI, 895 ff., 903 mit einer Grafik.

⁸⁰¹ ANDERSON/BROCKMAN, 303. Das hängt u.a. damit zusammen, dass 13F-Filings nicht auf Beteiligungen über einem bestimmten Schwellenwert beschränkt sind. Vgl. zur fehlenden Vergleichbarkeit mit anderen Datenbanken DIES., 322 f.

Investoren grundsätzlich entsprechende Ausgaben drückten.⁸⁰² Dieser Einwand – vorausgesetzt, die ihm zugrunde liegende Annahme trifft zu – mag den Einfluss flüchtiger Investoren auf die Kürzungen der F&E-Ausgaben zwar etwas zu relativieren, aber nicht gänzlich zu widerlegen. Insofern mag ein hoher Anteil beständiger Investoren ein Grund, wenn auch nicht der einzige, dafür sein, dass Gesellschaften ihre F&E-Ausgaben zur Steigerung kurzfristiger Erträge mit geringerer Wahrscheinlichkeit kürzen.

bb) Portfolioumschlag und Investorenumschlag

- 419 Eine alternative Methode misst die Auswirkungen des Zeithorizonts von Aktionären auf Übernahmen. GASPAR/MASSA/MATOS verwenden für eine solche Untersuchung ebenfalls Daten aus 13F-Filings.⁸⁰³ Ihre Untersuchung unterliegt deshalb den gleichen Einschränkungen wie die bereits dargestellte Forschung von BUSHEE und weiteren Autoren.⁸⁰⁴ Die Methode definiert den Zeithorizont eines Investors danach, wie häufig dieser sein Portfolio umschlägt.⁸⁰⁵ Die Portfolioumschlagsrate dient sodann als Grundlage für die Berechnung des *Investorenumschlags* einer Gesellschaft. Der Investorenumschlag ist der gewichtete Durchschnitt der Portfolioumschlagsraten aller Investoren gemessen über einen Zeitraum von vier Quartalen.⁸⁰⁶
- 420 Die Autoren ermittelten negative Zusammenhänge zwischen einem hohen Investorenumschlag und der *Wirtschaftlichkeit von Unternehmensübernahmen*. Ihre Grundlage waren Daten zu den Übernahmeankündigungen betreffend US-amerikanische Zielgesellschaften zwischen 1980 und 1999. Die Studie ergab, dass je höher der Investorenumschlag einer Zielgesellschaft ist, desto geringer die Übernahmeprämie und desto höher die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme sind. Die Studie ergab ausserdem, dass sich Bietergesellschaften mit einem hohen Investorenumschlag nach einer Übernahme weniger gut entwickelten als Gesellschaften mit einem geringeren Investorenumschlag.⁸⁰⁷ Die Gründe dafür vermuten die Autoren in der schwächeren Kontrolle der Leitungsorgane durch kurzfristige Aktio-

⁸⁰² Zum Gesagten siehe WAHAL/McCONNELL, 312.

⁸⁰³ GASPAR/MASSA/MATOS, 142.

⁸⁰⁴ Vgl. vorne Rz. 415 ff.

⁸⁰⁵ GASPAR/MASSA/MATOS, 142 f. m.w.H., die sich dabei auf eine gängige Formel abstützen; vgl. BUSHEE, R&D Investment, 325, mit einer etwas anderen mathematischen Herleitung.

⁸⁰⁶ GASPAR/MASSA/MATOS, 143.

⁸⁰⁷ Zum Ganzen siehe GASPAR/MASSA/MATOS, 146 ff.

näre sowie in der durch kurzfristige Investoren bedingten schwächeren Verhandlungsposition der Leitungsorgane einer Zielgesellschaft.⁸⁰⁸

Eine spätere Studie anderer Autoren auf einer ähnlichen Grundlage ergab, dass Aktionäre mit einem geringeren Investorenumschlag die Folgen einer *Unterbewertung des Unternehmens* im Kapitalmarkt abfedern.⁸⁰⁹ Zur Berechnung des Investorenumschlags berücksichtigte sie den Portfolioumschlag eines Investors in den zurückliegenden drei Jahren. Die Aktionäre mit einem Portfolioumschlag von maximal 35% galten als langfristig, diejenigen mit einer höheren Umschlagsrate als kurzfristig. Der Anteil langfristig beteiligter Aktionäre bestimmte sodann den Investorenumschlag einer Gesellschaft.⁸¹⁰ Die Studie ergab, dass bei unterbewerteten Gesellschaften mit langfristigen Investoren sowohl Investitionen als auch Eigenkapitalfinanzierung stiegen, während Ausschüttungen sanken. Das gegenteilige Ergebnis zeigte sich bei Gesellschaften mit kurzfristigen Investoren.⁸¹¹ 421

Weitere Untersuchungen, basierend auf einer Klassifikation der Aktionäre anhand der Umschlagsrate, zeigen auch einen negativen Zusammenhang zwischen kurzfristigen Aktionären und bestimmten Unternehmenswerten auf. Investoren mit hoher Umschlagsrate tendieren zu einer Überreaktion auf extreme Ankündigungen von Analysten und lösen damit aus, dass Unternehmen, an denen sie beteiligt sind, signifikant falsch bewertet werden.⁸¹² Die Leitungsorgane von Gesellschaften mit einem hohen Anteil kurzfristiger Investoren entscheiden sich tendenziell für *überbewertete Investitionsprojekte* zur kurzfristigen Steigerung des Aktienkurses.⁸¹³ Demgegenüber ergab eine Stichprobe von US-amerikanischen Unternehmen im Zeitraum von 1995 bis 2012, dass sich Investoren mit geringem Portfolio- 422

⁸⁰⁸ GASPARG/MASSA/MATOS, 137, 139 f., gemäss denen eine schwächere Kontrolle den Leitungsorganen ermöglicht, auch eigene Interessen zu verfolgen; vgl. WEF, 42, mit der Bemerkung, dass kurzfristig orientierte Aktionäre eine Gesellschaft dazu drängen können, ein Übernahmeangebot anzunehmen, um eine kurzfristige Wertsteigerung zu realisieren, auch wenn das Angebot den tatsächlichen Wert des Unternehmens nicht widerspiegelt.

⁸⁰⁹ DERRIEN/KECSKÉS/THESMAR, 1755 ff.

⁸¹⁰ Zum Gesagten siehe DERRIEN/KECSKÉS/THESMAR, 1761.

⁸¹¹ DERRIEN/KECSKÉS/THESMAR, 1767 ff.

⁸¹² CREMERS/PAREEK/SAUTNER, *Mispricing*, 1 ff., die Daten betreffend US-amerikanische Aktien (1993–2017) und betreffend Aktien an Unternehmen in anderen Ländern (1993–1999) auswerteten. Zur Klassifizierung der Unternehmen stützten sie sich unter anderem auf die Methoden von GASPARG/MASSA/MATOS, 135 ff., und BUSHEE, *R&D Investment*, 305 ff., bzw. BUSHEE, *Near-Term Earnings*, 207 ff.

⁸¹³ POLK/SAPIENZA, 187 ff.

umschlag positiv auf ein Unternehmen auswirken, weil sie Mittel und ein Motiv für eine wirksame Überwachung des Managements haben.⁸¹⁴

- 423 Trotz der Einschränkungen ergibt sich, dass Aktionäre, die gestützt auf ihren Portfolioumschlag als langfristig qualifiziert werden, eine *positive Wirkung* auf die Gesellschaften haben, an denen sie beteiligt sind. Das Abstellen auf den Portfolioumschlag aus den 13F-Filings kann dazu führen, dass der tatsächliche Portfolioumschlag einzelner Fonds nicht abgebildet wird. Der Portfolioumschlag aus den 13F-Filings fasst die Umschlagsraten einer Gruppe von unterschiedlichen Fonds desselben institutionellen Investors zusammen und bildet die Aktiengeschäfte saldiert ab.⁸¹⁵ Diese Vereinfachung kann zu einer Verzerrung bei der Darstellung des Portfolioumschlags führen.⁸¹⁶ Ausserdem können die Auswirkungen auf bestimmte Variablen im Unternehmen unterschiedlich interpretiert werden.⁸¹⁷ Trotzdem zeigen mehrere Studien, dass Investoren, die gestützt auf die Portfolioumschlagsrate als kurzfristig gelten, eher negative Auswirkungen auf die Gesellschaften haben.⁸¹⁸

cc) Gewichtete Umschlagsrate einer Aktie

- 424 Mithilfe eines weiteren Ansatzes kann durch die Ermittlung der sog. gewichteten Umschlagsrate einer Aktie differenziert werden, *in Bezug auf welche Aktie* ein bestimmter Investor als kurzfristig qualifiziert werden kann. CREMERS/PAREEK messen die kurzfristige Orientierung von Aktionären anhand eines Vergleichs der gewichteten Umschlagsrate einer Aktie bei einem institutionellen Investor mit den

⁸¹⁴ HARFORD/KECSKÉS/MANSI, 424 ff. Die Autoren ermittelten bei Gesellschaften mit langfristigen Investoren in diesem Sinne ein geringeres Mass an Ertragssteuerung und Finanzbetrug von Leitungsorganen, 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.

⁸¹⁵ Verkauft z.B. innerhalb eines Quartals Fonds Nr. 1 eines bestimmten institutionellen Investors 50 Aktien einer Gesellschaft und kauft Fonds Nr. 2 desselben institutionellen Investors 50 Aktien derselben Gesellschaft, läge der im 13F-Filing ausgewiesene Portfolioumschlag bei Null, obwohl Transaktionen stattgefunden haben.

⁸¹⁶ Zum Gesagten siehe BUEREN, 697; DERRIEN/KECSKÉS/THESMAR, 1773, Fn. 13.

⁸¹⁷ Z.B. können häufige Wechsel der Leitungsorgane als Ausdruck einer effektiven Kontrolle durch die Aktionäre gesehen werden. Sie können aber ebenso sehr kurzfristige Geschäftsentscheide der Leitungsorgane fördern, weil sie den Druck erhöhen, kurzfristig erfolgreiche Resultate auszuweisen.

⁸¹⁸ Zum Gesagten siehe BUEREN, 698.

folgenden drei Werten: dem Aktienumschlag,⁸¹⁹ dem Anteil flüchtiger Investoren,⁸²⁰ dem Investorenumschlag^{821, 822}

Die gewichtete Umschlagsrate einer Aktie ergibt sich aus einer Zusammenstellung der gewichteten *Haltedauern für jede Aktie*. Zur Berechnung der gewichteten Umschlagsrate einer Aktie wird zunächst die nach der Anzahl Aktien gewichtete Haltedauer der Aktie im Portfolio eines Investors rückblickend auf fünf Jahre berechnet.⁸²³ Danach werden für jede Aktie die ermittelten Haltedauern aller Investoren zusammengetragen zur gewichteten Umschlagsrate der Aktie. Sie bildet die wertgewichtete, d.h. die nach dem Wert im Portfolio verglichen mit anderen Aktien gewichtete, durchschnittliche Haltedauer einer Aktie in den untersuchten Portfolios ab. Sie steht somit stellvertretend für den Anlagehorizont der Investoren einer bestimmten Gesellschaft.⁸²⁴ 425

Die Berechnung der gewichteten Umschlagsrate einer Aktie ermöglicht, dass *unterschiedliche Anlagestrategien* innerhalb einer Gruppe von Fonds, die vom gleichen Investor verwaltet werden, berücksichtigt werden. Es kann unterschieden werden, in Bezug auf welche Aktien ein Investor oder eine Gruppe von Fonds als kurzfristig oder als langfristig gilt. Diese Differenzierung ist nicht möglich bei Studien, die einzig auf den Anteil flüchtiger Investoren oder den Investorenumschlag abstellen.⁸²⁵ 426

Die Studienergebnisse zeigen einen Zusammenhang zwischen einer hohen gewichteten Umschlagsrate und verschiedenen *Preisbildungsanomalien* von Aktien erträgen. Eine Anomalie bedeutet, dass der Preis von demjenigen abweicht, der gemäss Kapitalmarkteffizienzhypothese zu erwarten wäre.⁸²⁶ Erstens sei bei Aktien mit einer hohen gewichteten Umschlagsrate ein Momentumeffekt beobachtbar. Dieser besage, dass Aktien mit bisher starken Kursen 427

⁸¹⁹ Der Aktienumschlag wird berechnet aus dem Handelsvolumen einer Aktie dividiert durch die Summe ausgegebener Aktien.

⁸²⁰ Vgl. BUSHEE, R&D Investment, 305 ff.

⁸²¹ Vgl. GASPAR/MASSA/MATOS, 135 ff.

⁸²² Zum Ganzen siehe CREMERS/PAREEK, 1650.

⁸²³ D.h., allfällige Schwankungen bei der Anzahl der jeweiligen Aktien werden berücksichtigt. Siehe CREMERS/PAREEK, 1660, mit folgendem Beispiel: Hält ein Investor insgesamt 5% der Aktien einer Gesellschaft, davon 2% seit drei Quartalen und 3% seit fünf Quartalen, beträgt die gewichtete Haltedauer 4,2 Quartale ($2\%/5\% \times 3$ Quartale + $3\%/5\% \times 5$ Quartale = 4,2 Quartale).

⁸²⁴ CREMERS/PAREEK, 1650, Fn. 2, 1661.

⁸²⁵ Zum Gesagten siehe CREMERS/PAREEK, 1664 f.

⁸²⁶ BUEREN, 699. Zur Kapitalmarkteffizienzhypothese siehe vorne Rz. 336.

(sog. Gewinner-Aktien) Aktien mit bisher schwachen Kursen (sog. Verlierer-Aktien) weiterhin übertreffen würden, weil die Märkte Informationen nicht unmittelbar einpreisten. Das könne langfristig zu durchschnittlich tieferen Erträgen führen (sog. *long-term reversals*).⁸²⁷ Zweitens korrelierten Anomalien im Zusammenhang mit Aktienemissionen ebenfalls mit einer hohen gewichteten Umschlagsrate einer Aktie.⁸²⁸ Die verschiedenen Anomalien seien darauf zurückzuführen, dass sich kurzfristige Investoren aufgrund vergangener Erträge überschätzten.⁸²⁹

428 In einer weiteren Studie stellen CREMERS/PAREEK/SAUTNER einen Zusammenhang zwischen einem hohen Anteil kurzfristiger Investoren und der Wahrscheinlichkeit von Ausgabenkürzungen im Bereich F&E her. Sie stellen dabei wiederum auf den Aktienumschlag, die Qualifikation als flüchtige Investoren sowie die gewichtete Umschlagsrate einer Aktie ab. Die Autoren haben Aktien im Zeitraum von 1990 bis 2016 untersucht, die von unten neu in den «Russell 2000»-Index gelistet wurden. Dabei haben sie festgestellt, dass ein hoher Anteil kurzfristiger Investoren zusammenhängt mit einer Reduktion von F&E-Ausgaben zur Erzielung kurzfristiger Erträge und als Folge davon eine temporäre Steigerung des Aktienkurses resultiert.⁸³⁰

429 In einer dritten Studie zeigen die Autoren auf, dass kurzfristige Investoren auf positive und negative Analystenankündigungen überreagieren und dadurch Falschbewertungen auslösen. Die Kurzfristigkeit wurde auf der Grundlage des Investorenumschlags und der gewichteten Aktienumschlagsrate berechnet.⁸³¹

dd) Daten aus kommerziellen Datenbanken

430 Die vorgestellten Ansätze zur Klassifizierung von Aktionären nach ihrem Zeithorizont lassen sich nicht ohne Weiteres verallgemeinern. Erstens betreffen die zugrunde liegenden Daten nur die Handelsaktivität an den US-amerikanischen Börsen. In Europa gibt es *keine vergleichbaren Datenbanken* mit quartalsweisen

⁸²⁷ Zum Gesagten vgl. BARBERIS/THALER, 1088 f.

⁸²⁸ Zum Gesagten siehe CREMERS/PAREEK, 1697 f.

⁸²⁹ CREMERS/PAREEK, 1650 f. m.w.H.

⁸³⁰ Zum Ganzen siehe CREMERS/PAREEK/SAUTNER, Short-Term Investors, 1 ff. Sie erweitern damit die Erkenntnisse von BUSHEE, R&D Investment, 305 ff. (siehe hierzu vorne Rz. 412 ff.). Ausserdem sehen sie dadurch das Modell von BOLTON/SCHINKMAN/XIONG, 577 ff., bestätigt.

⁸³¹ Zum Ganzen siehe CREMERS/PAREEK/SAUTNER, Mispricing, 1 ff.

Informationen zu Investorenportfolios.⁸³² Inwiefern die Einführung eines einheitlichen Geschäftsberichtsformats in der EU ab dem Jahr 2020 die Transparenz verbessert, bleibt abzuwarten.⁸³³ Zweitens berücksichtigen die US-amerikanischen Studien nur das Verhalten institutioneller Investoren. Sie sind deshalb nicht repräsentativ für Privatinvestoren. Und drittens unterscheidet sich die Aktionärsstruktur US-amerikanischer Gesellschaften tendenziell von derjenigen kontinentaleuropäischer Gesellschaften insoweit, als sie weniger konzentriert ist.⁸³⁴

Zurzeit ist die Studiendichte in Europa nicht so hoch wie in den USA.⁸³⁵ In der Schweiz gibt es – soweit ersichtlich – noch keine entsprechende Untersuchung.⁸³⁶ Die bisher durchgeführten europäischen Studien stellen auf die Informationen aus kommerziellen Datenbanken ab.⁸³⁷ Soweit diese Studien keine Erklärungen enthalten, wie sich die relevanten Variablen bemessen, sind sie mit *Vorbehalt* zu interpretieren. Aus den einschlägigen Studien geht nicht immer hervor, wie die Zeithorizonte und Haltedauern der untersuchten Aktionäre aus den Datenbanken ermittelt werden.⁸³⁸

Die europäischen Studien zeigen in der Tendenz ebenfalls eine positive Korrelation zwischen langfristig beteiligten Aktionären und langfristigen Investitionen.⁴³² Eine Studie über 324 innovative⁸³⁹ europäische Unternehmen im Zeitraum von 2002 bis 2009 ergab, dass langfristig beteiligte institutionelle Investoren (gemes-

⁸³² Die börsenrechtliche Meldepflicht (Art. 120 f. FinfraG) ist nicht periodisch, sondern gilt erst beim Überschreiten gewisser Beteiligungsschwellen. Für eine Übersicht u.a. zu europäischen Staaten siehe FERREIRA/MATOS, 503, Fn. 5.

⁸³³ Vgl. BERGER/LIECK, 109 ff.; JÖDICKE/JÖDICKE, 713 ff. Die einheitliche Berichtserstattung betrifft nicht die Investoren, sondern die Emittenten.

⁸³⁴ Zur Übersicht siehe ARMOUR et al., 25 f.; SHLEIFER/VISHNY, Survey, 754 f.; STRINE, Comparative Corporate Law, 1254 f., allesamt m.w.H.

⁸³⁵ Zum Gesagten siehe BROSSARD/LAVIGNE/ERDEM SAKINC, 1033, 1037, die auf Daten von Thomson Financial (heute ein Teil von Thomson Reuters) abstellen.

⁸³⁶ Vgl. zur bislang einzigen Makrostudie zum schweizerischen Aktienmarkt hinten Rz. 457 f.

⁸³⁷ Vgl. HOTCHKISS/STRICKLAND, 1469 ff., als Beispiel einer US-amerikanischen Studie, die auf eine kommerzielle Datenbank abstellt.

⁸³⁸ Siehe z.B. BROSSARD/LAVIGNE/ERDEM SAKINC, 1048 f., die zur Klassifizierung auf den Portfolioumschlag abstellen. Unklar ist, in welchen periodischen Abständen der Umschlag gemessen wurde. Ausserdem ist nicht ersichtlich, ob einzelne Fonds eines Investors separat analysiert wurden oder als Gruppe. Vgl. demgegenüber vorbildlich DUPUY/LAVIGNE/NICET-CHENAF, 81, Fn. 4 f., 84.

⁸³⁹ Die Gesellschaften waren im Untersuchungszeitraum alle im EU Industrial R&D Investment Scoreboard gelistet. Siehe hierzu <<https://perma.cc/D9RV-WA8P>> (abgerufen am 11.01.2023).

sen am Portfolioumschlag) mit *höheren F&E-Investitionen* korrelieren.⁸⁴⁰ Eine andere Studie mit einer erweiterten Datengrundlage klassifiziert Investoren aufgrund des Portfolioumschlags in kurz- und langfristige Anleger.⁸⁴¹ Aus einer Untersuchung von knapp 31 000 Gesellschaften aus 30 Ländern⁸⁴² im Zeitraum von 2001 bis 2010 ging hervor, dass folgende Werte positiv mit einem hohen Anteil langfristiger ausländischer institutioneller Investoren korrelieren: langfristige Investitionen (gemessen an den Ausgaben für Sachwerte und F&E), die Innovation (gemessen an Patentzahlen) und die Arbeitsplätze.⁸⁴³

c) *Gegenteilige Studien*

- 433 Die These, dass langfristig beteiligte Aktionäre sich positiv auf ein Unternehmen auswirken und kurzfristige Aktionäre sich nachteilig auswirken, ist umstritten.
- 434 WAHAL/McCONNELL ermittelten in einer Studie zu mehr als 2500 US-amerikanischen Gesellschaften im Zeitraum von 1988 bis 1994 einen positiven Zusammenhang zwischen dem Aktienanteil kurzfristiger institutioneller Investoren und den Investitionen in Sachanlagen und im Bereich F&E.⁸⁴⁴ Der Befund spricht dafür, dass eine *hohe Umschlagsrate weniger problematisch* ist, als andere Studien vermuten lassen. Die Studie basiert ebenfalls auf Daten aus 13F-Filings.⁸⁴⁵ Um zu prüfen, ob die signifikante positive Korrelation zwischen den besagten Ausgaben und dem Anteil institutioneller Investoren je nach Anlagehorizont unterschiedlich ist, klassifizieren die Autoren die Aktionäre nach ihrem Portfolioumschlag. Dabei zeigt sich eine positive und oftmals erhebliche Korrelation auch bei den Investoren mit der höchsten Umschlagsrate.⁸⁴⁶

⁸⁴⁰ BROSSARD/LAVIGNE/ERDEM SAKINC, 1034, 1057 m.H. darauf, dass dies der Fall sei, wenn der Anteil flüchtiger institutioneller Investoren (mit einer Portfoliohaltedauer von weniger als 24 Monaten, z.B. Hedgefonds) nicht zu gross sei. Die Informationen sind aus den Datenbanken Worldscope Fundamentals und Thomson One Banker Ownership (TOBO).

⁸⁴¹ BENA et al., 138. Sie stützen sich dabei namentlich auf die Methode von GASPAR/MASSA/MATOS, 135 ff. (siehe hierzu vorne Rz. 419 f.).

⁸⁴² Siehe die tabellarische Übersicht bei BENA et al., 126, aus der hervorgeht, dass die Anzahl US-amerikanischer Unternehmen am grössten war.

⁸⁴³ BENA et al., 124, 138 f. Kurzfristige ausländische institutionelle Investoren wiesen eine schwächere positive Korrelation auf.

⁸⁴⁴ WAHAL/McCONNELL, 307 ff.

⁸⁴⁵ Vgl. vorne Rz. 419.

⁸⁴⁶ Zum Gesagten siehe WAHAL/McCONNELL, 321 ff.

Der Befund von WAHAL/McCONNELL widerlegt die These negativer Auswirkungen kurzfristiger Aktionäre nicht ganz, weil er sich nur auf bilanzierbare Investitionen, wie F&E und Sachanlagen, beschränkt. Er sagt nichts über *schwerer beobachtbare Investitionen* in andere Projekte, die sich erst langfristig auszahlen, wie z.B. Investitionen in die Entwicklung von Humankapital oder zur Verbesserung von Kundentreue.⁸⁴⁷ Solche Investitionen waren aber auch nicht Teil der vorgestellten Studien mit anderem Befund. Deshalb bleibt der Widerspruch bezüglich der Umschlagsrate bestehen.⁸⁴⁸ 435

Eine weitere empirische Studie bestätigt diesen Befund, indem sie einen positiven Zusammenhang zwischen einem hohen Anteil institutioneller Investoren und der Innovation feststellte.⁸⁴⁹ Die Autoren qualifizieren die institutionellen Investoren analog der Methode von BUSHEE.⁸⁵⁰ Basierend auf den Daten zu über 800 grossen US-amerikanischen Gesellschaften im Zeitraum von 1991 bis 2004 stellen sie einen positiven Einfluss beständiger und auch flüchtiger Investoren auf die Innovation fest. Der Effekt ist stärker, wenn man neben den tendenziell grösseren F&E-Ausgaben auch die nach Zitierungen gewichteten *Patente* miteinbezieht. Das spricht dafür, dass die positiven Auswirkungen kurzfristiger institutioneller Investoren in anderen Studien unterschätzt wurden.⁸⁵¹ 436

Die Autoren gehen davon aus, dass die grössere Innovation daher rührt, dass institutionelle Investoren die Leitungsorgane gegen das Risiko der Entlassung aufgrund eines nicht verschuldeten Ertragsrückgangs absicherten. Institutionelle Investoren könnten besser als andere Aktionäre zwischen einem unverschuldeten Ertragsrückgang und einer Fehlleistung unterscheiden. Das führe dazu, dass das Management der Gesellschaft eher in innovative, aber erst langfristig ertragreiche Projekte investiere.⁸⁵² 437

d) **Kritische Würdigung**

Die Studienlage in den USA zu den Auswirkungen beständiger und flüchtiger Aktionäre deutet überwiegend auf die *Vorteile langfristig beteiligter institutioneller Aktionäre* gegenüber kurzfristig beteiligten und passiven Aktionären hin. Ge- 438

⁸⁴⁷ Zum Ganzen siehe WAHAL/McCONNELL, 327.

⁸⁴⁸ So auch BUEREN, 703.

⁸⁴⁹ AGHION/VAN REENEN/ZINGALES, 277 ff.

⁸⁵⁰ AGHION/VAN REENEN/ZINGALES, 278, 280, 296. Zur Methode von BUSHEE siehe vorne Rz. 413.

⁸⁵¹ Zum Gesagten siehe AGHION/VAN REENEN/ZINGALES, 284.

⁸⁵² Zum Ganzen siehe AGHION/VAN REENEN/ZINGALES, 292 ff.

sellschaften mit hohem Investorenumschlag oder einem hohen Anteil an Aktionären mit hoher Umschlagsrate neigen dazu, langfristige Investitionen zugunsten kurzfristiger Ertragssteigerungen zu kürzen.⁸⁵³ Es gibt aber auch gegenteilige Studien, die den negativen Zusammenhang zwischen kurzfristig beteiligten Aktionären und langfristig beteiligten Investitionen relativieren oder gar einen positiven Zusammenhang ermittelt haben.⁸⁵⁴

- 439 Die Ergebnisse der Studien sind auch aus anderen Gründen mit Vorsicht zu betrachten. Zum einen sind der Klassifikation von Aktionären Grenzen gesetzt. Die dargelegten Studien aus den USA bauen auf Daten aus 13F-Filings auf. Sie bilden ausschliesslich die *Handelsaktivitäten institutioneller Investoren* ab. Sie sind deshalb nur aussagekräftig in Bezug auf Gesellschaften mit einem grossen Anteil institutioneller Investoren. Gesellschaften mit einem grossen Anteil an Kleinanlegern sollten deshalb aus den Untersuchungen ausgeklammert werden.⁸⁵⁵
- 440 Zum anderen beziehen sich die dargelegten Studien mehrheitlich auf den Kapitalmarkt in den USA. Es bleibt deshalb offen, ob kurzfristig beteiligte Aktionäre in den Kapitalmärkten in *Europa* und insbesondere in der Schweiz vergleichbare Auswirkungen haben.
- 441 Aus diesen Gründen ist den Ergebnissen der empirischen Forschung zu den Auswirkungen von als kurzfristig klassifizierten Aktionären auf der Grundlage von 13F-Filings mit einem gesunden Mass an Vorsicht zu begegnen. Es gibt jedoch keine andere vergleichbar umfassende Datengrundlage, die beigezogen werden könnte.⁸⁵⁶ Es kann deshalb mit den entsprechenden Vorbehalten gefolgert werden, dass es überwiegende Indizien für suboptimale Auswirkungen kurzfristig beteiligter Aktionäre auf eine Gesellschaft gibt. Es bleibt indes abzuwarten, inwieweit sich diese Indizien auch in Bezug auf die Kapitalmärkte in Europa und der Schweiz zu einem empirischen Befund verdichten.

⁸⁵³ Siehe vorne Rz. 419 ff.

⁸⁵⁴ Siehe vorne Rz. 433 ff.

⁸⁵⁵ Zum Gesagten siehe BUEREN, 690.

⁸⁵⁶ Vgl. ANDERSON/BROCKMAN, 303.

D. Empirische Erkenntnisse zu den Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft

1. Überblick

Neben den Studien zu den Auswirkungen kurzfristig orientierter Aktionäre auf die Unternehmen gibt es Studien zu den Auswirkungen auf den ganzen Kapitalmarkt einer Volkswirtschaft. Diese sog. Makro-Studien untersuchen, ob die Gewinnerwartungen im *Aktienmarkt* richtig eingepreist sind, d.h. inwieweit die Aktienkurse den tatsächlichen Wert einer Aktie widerspiegeln.⁸⁵⁷ 442

Das Mittel zur Berechnung des tatsächlichen aktuellen Werts einer Aktie ist die *Abzinsung geschätzter zukünftiger Dividenden* auf aktuelle Werte. Der Satz der Abzinsung ist ein Näherungswert des risikofreien Zinses zuzüglich eines Risikozuschlags. Der Risikozuschlag orientiert sich an feststellbaren Kennzeichen des finanziellen Risikos einer Gesellschaftsbeteiligung. Sind die aktuellen Aktienkurse tiefer als die aufgrund der Abzinsung zu erwartenden Werte, bewertet der Kapitalmarkt die zukünftigen Erträge zu tief.⁸⁵⁸ 443

Es ist schwierig, ein verlässliches Bewertungsmodell zur Betrachtung von Gesellschaften unterschiedlicher Grössen und Wirtschaftszweige zu entwickeln. Die Untersuchungen stellen oft auf das Preismodell für Kapitalgüter (*Capital Asset Pricing Model*, CAPM) ab. Mit dem auf SHARPE zurückgehenden Modell wird die erwartete Aktienrendite auf Grundlage des risikolosen Zinssatzes und einer Risikoprämie berechnet. Die Risikoprämie bemisst sich aus einer Multiplikation der Prämie für das Marktrisiko und dem Beta der Aktie.⁸⁵⁹ Letzteres umschreibt die Sensitivität einer einzelnen Anlage auf die Veränderungen des Marktportfolios und stellt somit das systematische Risiko einer Anlage dar.⁸⁶⁰ Je grösser das Beta einer Aktie und somit das Marktrisiko ist, desto höher ist die erwartete Rendite.⁸⁶¹ 444

Das CAPM basiert auf der *Portfoliotheorie* von MARKOWITZ.⁸⁶² Diese besagt, dass ein diversifiziertes Portfolio ein besseres Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag hat als Einzelaktien.⁸⁶³ Das CAPM geht davon aus, dass die Investoren ein di- 445

⁸⁵⁷ BUEREN, 704.

⁸⁵⁸ Zum Ganzen siehe BUEREN, 704; DALLAS, 269 ff.; MOORE/WALKER-ARNOTT, 420 f.; differenziert DESJARDINE, 18, 36 f.

⁸⁵⁹ Zum Gesagten siehe SHARPE, 425 ff.; vgl. LINTNER, 13 ff.; MOSSIN, 768 ff.

⁸⁶⁰ MONDELLO, 586.

⁸⁶¹ MONDELLO, 583; zum Ganzen siehe WIESE, 367 ff.

⁸⁶² SHARPE, 426.

⁸⁶³ MARKOWITZ, 89.

versifiziertes Portfolio haben und deshalb nur dem systematischen Risiko des Kapitalmarkts ausgesetzt sind. Unsystematische Risiken sind unter dieser Annahme nicht zu berücksichtigen.⁸⁶⁴

- 446 Das Preismodell für Kapitalgüter ist die beste verfügbare Methode zur Beschreibung eines Kapitalmarkts, auch wenn das Modell mit Schwierigkeiten behaftet ist.⁸⁶⁵ Zum einen ist die *Schätzung der langfristigen Rendite* unter Berücksichtigung des Risikos anspruchsvoll.⁸⁶⁶ Zum anderen ist die Berechnung der relevanten Kapitalkosten schwierig.⁸⁶⁷ Zudem ist es anspruchsvoll, gesamtwirtschaftliche Auswirkungen aufzuzeigen, da man in der Regel nicht weiss, ob alternative Regelungen zu besseren Ergebnissen geführt hätten.⁸⁶⁸ Die im Folgenden aufgezeigten Erkenntnisse aus Makro-Studien sind mit diesem Vorbehalt zu sehen.

2. Einzelne Volkswirtschaften

a) *Vereinigtes Königreich*

- 447 Eine viel zitierte Studie von MILES aus den 1990er-Jahren zur kurzfristigen Orientierung im britischen Kapitalmarkt kam zum Schluss, dass weit in der Zukunft liegende Geldflüsse systematisch stark unterschätzt werden.⁸⁶⁹ Diesen Schluss *exzessiver Diskontierung* künftiger Geldflüsse legte eine Untersuchung von 477 bedeutenden Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors im Zeitraum von 1975 bis 1989 nahe.⁸⁷⁰ Als Massstab für kurzfristige Orientierung diente ein weiterentwickeltes CAPM.⁸⁷¹ Die Untersuchung ergab, dass weiter als fünf Jahre in der Zu-

⁸⁶⁴ Zum Gesagten siehe MONDELLO, 583.

⁸⁶⁵ BUEREN, 704 m.w.H.

⁸⁶⁶ KOTHARI/WARNER, *Econometrics*, 22; KOTHARI/WARNER, *Performance*, 303 ff.

⁸⁶⁷ Siehe ARNOLD, 236, 278, gemäss dem die Bestimmung von Kapitalkosten aufgrund subjektiver Wertungen unpräzise sei.

⁸⁶⁸ ROE, *Target*, 29.

⁸⁶⁹ MILES, *Short Termism*, 1379 ff.

⁸⁷⁰ MILES, *Short Termism*, 1395. Die Unternehmen vereinten im Jahre 1989 ca. 45% der Erträge aller Industrie- und Handelsgesellschaften auf sich und machten ca. 50% der gesamten Marktkapitalisierung aus.

⁸⁷¹ DAVIES et al., 17; HUGHES, 85. Dabei wird der Aktienkurs eines Zeitabschnitts erklärt mittels künftiger Dividenden und des Aktienkurses am Ende eines Jahres. Für diese wurden in der Schätzgleichung der Bestimmungsfaktoren des Aktienkurses eines Zeitabschnitts Instrumentvariablen basierend auf Dividenden, Gewinnen pro Aktie und Aktienkursen vergangener Zeitabschnitte eingesetzt. Die Auswirkungen kurzfristiger Orientierung wurden ermittelt, indem die geschätzten Koeffizienten künftiger Ertragsbeiträge mit einer Abzinsungsrate verglichen wurden, die sich aus einer um das Unter-

kunft liegende Erträge im Untersuchungszeitraum – mit Ausnahme des Jahres 1981 – übertrieben diskontiert wurden. Folglich müssten Projekte mit langfristiger Amortisationsdauer erheblich rentabler sein als unter optimalen Bedingungen, damit ein Kursverlust vermieden werden könne.⁸⁷²

Die Studie wird aus mehreren Gründen kritisiert. Erstens passe die Annahme, dass *Risikoprämien pro Zeitabschnitt konstant* blieben, nicht zum Umstand, dass institutionelle Investoren Risikoprämien ständig neu bewerten würden. Zweitens sei die Studie verzerrt, weil in ihrem Rahmen nur Unternehmen berücksichtigt wurden, von denen in jedem Jahr des Beurteilungszeitraums umfassende Daten verfügbar gewesen wären.⁸⁷³ Gleichwohl zeigte die Studie ein erhebliches Mass an kurzfristiger Orientierung im britischen Kapitalmarkt auf, das sich mit den damaligen Erkenntnissen zu den groben Methoden unternehmerischer Investitionsbewertung deckte.⁸⁷⁴ 448

Erweiterte Folgestudien brachten *keine eindeutigen Erkenntnisse*. Sie konnten – unter Berücksichtigung variabler statt konstanter Risikoprämien – das festgestellte Mass kurzfristiger Orientierung weder eindeutig bestätigen noch widerlegen. Gemäss einer Studie zu Grossbritannien mit Daten aus dem Zeitraum von 1918 bis 1993 zeigten sich Indizien, wenn auch keine klaren Ergebnisse, auf das Bestehen von kurzfristiger Orientierung.⁸⁷⁵ 449

b) USA

Demgegenüber sah eine ältere Studie zum US-amerikanischen Aktienmarkt mit Daten aus dem Zeitraum von 1978 bis 1993 *keine Anzeichen für eine Unterbewertung langfristiger Erträge*. Die Ergebnisse der Regressionsanalyse zur Messung kurzfristiger Orientierung sehen die Autoren eher als Folge von Messfehlern denn als Ausdruck einer exzessiven Diskontierung künftiger Erträge.⁸⁷⁶ 450

nehmensrisiko angepassten marktüblichen Abzinsungsrate ergibt. Zum grundlegenden CAPM siehe vorne Rz. 444.

⁸⁷² Zum Gesagten siehe MILES, Short Termism, 1394. In sechs Monaten anfallende Geldflüsse wurden um 5% unterschätzt, nach fünf Jahren anfallende Geldflüsse gar um 40%.

⁸⁷³ Zum Gesagten siehe SACHELL/DAMANT, 1218 ff.; der Kritik entgegennend MILES, Reply, 1224 ff.

⁸⁷⁴ NICKELL, 31.

⁸⁷⁵ CUTHBERTSON/HAYES/NITZSCHE, 999 f., 1002 f. Die Daten zeigten Hinweise, die mit der Hypothese zur kurzfristigen Orientierung gem. MILES, Short Termism, 1379 ff., übereinstimmten.

⁸⁷⁶ Zum Ganzen siehe ABARBANELL/BERNARD, 221 ff.

- 451 In einer jüngeren Untersuchung, deren Ergebnisse in einer kürzlich erschienenen Abhandlung bestätigt werden, kommt ROE zum Schluss, dass die vier häufig genannten Auswirkungen kurzfristiger Orientierung bei einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung entweder widerlegt oder anders besser erklärt werden könnten.⁸⁷⁷ Auch ROE streitet nicht ab, dass Publikumsgesellschaften von kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt betroffen sein können.⁸⁷⁸ Die zunehmende Stärke aktivistischer Investoren und die höhere Handelsfrequenz führten dazu, dass Gesellschaften ihre F&E-Investitionen kürzen, durch Aktienrückkäufe Geld abziehen und Investitionen in neue Sachanlagen zurückhalten würden.⁸⁷⁹ Diese Erkenntnisse basieren aber meistens auf *Studien auf Unternehmensebene*; deren Verallgemeinerung ist deshalb *umstritten*.⁸⁸⁰ Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung der Investitionsausgaben, insb. der F&E-Investitionen, und der Aktienrückkäufe relativiert nach Auffassung von ROE die Aussagen betreffend die negativen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im US-amerikanischen Kapitalmarkt.⁸⁸¹
- 452 Erstens können die seit der Finanzkrise 2007 gesunkenen Investitionsausgaben nicht auf einen Anstieg aktivistischer Interventionen oder der Handelsfrequenz zurückgeführt werden, weil es in entwickelten Volkswirtschaften einen *weltweit sinkenden Investitionstrend* gibt, auch in Volkswirtschaften, deren Kapitalmärkte als weniger kurzfristig orientiert gelten.⁸⁸² Im vergangenen Jahrzehnt haben börsennotierte US-amerikanische Unternehmen einen kleineren Teil des Mittelzuflusses aus operativer Geschäftstätigkeit in neue Sachanlagen investiert als vor der Finanzkrise 2007.⁸⁸³ Gleichzeitig ist die Kapazitätsauslastung der Sachanlagen seit 2008

⁸⁷⁷ ROE, Stock Market, 87 ff., 114.

⁸⁷⁸ ROE, Stock Market, 75; bestätigt in ROE, Target, 45.

⁸⁷⁹ ROE, Stock Market, 84 u.a.m.H. auf COFFEE/PALIA, 552, 580; HASKEL/WESTLAKE, 168; LAZONICK, Profits, 50; MAZZUCATO, 32 ff.; und ROE, Target, 21 ff. u.

⁸⁸⁰ Zur Kritik siehe ROE, Short-Termism, 986 f., 996 ff.; ROE, Target, 28 ff.

⁸⁸¹ ROE, Stock Market, 87; siehe auch FRIED/WANG, Short-Termism, 207 ff., 223 ff., die mit einer empirischen Untersuchung von Aktienrückkäufen und Dividendenausschüttungen von Aktiengesellschaften des «S&P 500»-Index im Zeitraum von 2007 bis 2016 aufzeigen, dass das Mass an Ausschüttungen im Verhältnis zu den vorhandenen Barreserven nicht unverhältnismässig war. Betreffend europäische Unternehmen vgl. FRIED/WANG, Payouts, 8 ff.; zur Wahrnehmung von Aktienrückkäufen in der Schweiz vgl. WAK-N, 6, wonach Verwaltung, Praxis und Wissenschaft keine Anhaltspunkte für negative volkswirtschaftliche Auswirkungen von Aktienrückkäufen haben.

⁸⁸² ROE, Stock Market, 87 ff.; vgl. die Übersicht der WORLD BANK.

⁸⁸³ Die Investitionen stiegen nach der Finanzkrise 2007 zwar stetig an, erreichten das Niveau vor der Krise jedoch nicht.

gesunken.⁸⁸⁴ Die Rezession und die langsame Erholung erklären das tiefe Niveau der Investitionsausgaben gemäss ROE besser als die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt. So sei die Abnahme der Investitionsausgaben am stärksten gewesen während der Finanzkrise und der Rezession. Ursache dafür war nach einer verbreiteten Auffassung das Platzen einer Immobilienblase, das die Kreditvergabe lähmte und die Realwirtschaft bremste, und wohl nicht die kurzfristige Orientierung im Aktienmarkt.⁸⁸⁵ Zudem müsste angesichts der grösseren Bedeutung des Kapitalmarkts in den USA für die Unternehmensfinanzierung als anderenorts auch der Rückgang der Investitionsausgaben in den USA stärker ausfallen als anderenorts, wenn es zutrifft, dass der Einfluss aktivistischer Investoren auf das Niveau der Investitionsausgaben in den USA ebenfalls grösser war. Das sei aber nicht der Fall, zumal der Rückgang der Investitionsausgaben in anderen Industrieländern stärker war als in den USA.⁸⁸⁶

Zweitens haben die zunehmenden Aktienrückkäufe nicht dazu geführt, dass weniger Barmittel für langfristige Investitionen zur Verfügung stehen. Nach der Finanzkrise 2007 ist die Aufnahme von Fremdkapital ungefähr im gleichen Masse angestiegen wie die Aktienrückkäufe. Diese Entwicklung wurde unterstützt durch das günstige Zinsumfeld.⁸⁸⁷ So fand in den Unternehmen im US-amerikanischen Kapitalmarkt nach der Finanzkrise eine *Rekapitalisierung durch günstiges Fremdkapital* statt.⁸⁸⁸ Nimmt man die Netto-Aktienrückkäufe⁸⁸⁹ als Massstab, gleicht sich das Niveau der Aktienrückkäufe dem Niveau des Fremdkapitals an.⁸⁹⁰ Das Ersetzen von Eigenkapital durch Fremdkapital kann dazu führen, dass einzelne Unternehmen zu viele Schulden haben. Das mag für sich gesehen negative Folgen haben. Jedoch führen zunehmende Aktienrückkäufe gesamtwirtschaftlich betrachtet

⁸⁸⁴ Sie lag im Januar 2017 nur noch bei 75%, gegenüber 81% vor der Krise. Die Auslastung der Fabriken sank auf unter 70%.

⁸⁸⁵ Zum Ganzen siehe ROE, Stock Market, 88 f., mit Statistiken auf der Grundlage behördlicher Daten des BEA. Es müsste seiner Auffassung nach zunächst erklärt werden, weshalb die Investitionsausgaben in anderen Ländern mit als weniger kurzfristig geltenden Kapitalmärkten noch stärker sanken; bestätigt in ROE, Target, 29 ff.

⁸⁸⁶ Zum Gesagten siehe ROE, Target, 31 f.

⁸⁸⁷ Zum Gesagten siehe VAN RIXTEL/VILLEGAS, 28 f., deren Übersicht zeigt, dass die Nettoerträge aus der Emission von Anleihen von nicht finanziellen Kapitalgesellschaften im «S&P 1500»-Index nach der Finanzkrise 2007 parallel zu den Rückkäufen stiegen; vgl. ELGOUACEM/ZAGO, 22.

⁸⁸⁸ ASNESS/HAZELKORN/RICHARDSON, 50; ROE, Stock Market, 93.

⁸⁸⁹ Aktienrückkäufe abzüglich der neu emittierten Aktien.

⁸⁹⁰ ROE, Stock Market, 93, mit einer Übersicht zu den Gesellschaften im «S&P 500»-Index.

nicht zu einem Entzug von Barmitteln für langfristige Investitionen. Vielmehr ist damit zu rechnen, dass das Niveau der Aktienrückkäufe bei einer Normalisierung des Zinsniveaus wieder abnimmt.⁸⁹¹ Ausserdem kann ein Investor die Barmittel aus einem Aktienrückkauf in langfristige Projekte einer anderen Gesellschaft investieren.⁸⁹² Schliesslich ist es auch nicht zutreffend, dass wegen anderer Ursachen, wie z.B. überhöhte Dividenden oder rückläufige Erträge, für langfristige Investitionen benötigte Barmittel zurückgehen könnten, zumal die zur Verfügung stehenden Barmittel des «S&P 500»-Index über die letzten 50 Jahre im Durchschnitt gestiegen ist.⁸⁹³

- 454 Drittens lässt sich aus gesamtwirtschaftlicher Sicht kein Rückgang der F&E-Investitionen feststellen. Seit den 1970er-Jahren ist ein stetiger *Anstieg der F&E-Ausgaben im Verhältnis zum BIP* erkennbar.⁸⁹⁴ Zudem ist in dieser Zeit mit der Anzahl an Patentierungen ein weiterer, wenngleich gröberer Parameter für Ergebnisse im Bereich F&E gestiegen – trotz eines höheren Niveaus an Aktionärsaktivismus und einer höheren Handelsfrequenz.⁸⁹⁵ Folgt man der verbreiteten Ansicht, dass die zunehmend kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt negative Auswirkungen auf die F&E-Ausgaben hat, müssten diese auch bei einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung erkennbar sein. Das ist nicht der Fall.⁸⁹⁶
- 455 Darüber hinaus stellte ROE bei einer Betrachtung der anhand der Börsenkaptalisierung zehn grössten US-amerikanischen Gesellschaften fest, dass Investoren Gesellschaften mit geringeren kurzfristigen Gewinnen nicht meiden. Die fünf grössten dieser Gesellschaften – Amazon, Apple, Alphabet, Facebook und Microsoft – sind langfristig orientierte Gesellschaften mit einem hohen Forschungsaufwand. Im Jahre 2017 verkauften sich die Aktien dieser Gesellschaften um ein Vielfaches der laufenden Gewinne. Der Autor folgert daraus, dass der Kapitalmarkt die langfristigen Gewinnaussichten positiv beurteilt. Diese Beobachtung mag zwar

⁸⁹¹ Zum Gesagten siehe ROE, Stock Market, 94; vgl. darüber hinaus ROE, Target, 33 ff., insb. 35 m.H. auf das Beispiel von Johnson & Johnson, die zwischen 2010 und 2019 Aktien im Wert von USD 15 Mrd. zurückkauften, was sie aber nicht davon abhielt, in die Entwicklung eines weitherum verwendeten Covid-19-Impfstoffs zu investieren.

⁸⁹² ROE, Stock Market, 95; vgl. GORDON, gemäss dem viele institutionelle Investoren nach einem Rückkauf auch anderweitig langfristig investieren, z.B. als ausserbörsliches Eigenkapital oder Risikokapital.

⁸⁹³ ROE, Target, 38 f.

⁸⁹⁴ ROE, Stock Market, 96 f., mit Statistiken auf der Grundlage behördlicher Daten des BEA.

⁸⁹⁵ ROE, Stock Market, 97; U.S. PATENT AND TRADEMARK OFFICE.

⁸⁹⁶ Zum Gesagten siehe ROE, Stock Market, 98; zum Ganzen auch ROE, Target, 39 ff.

nur fünf Unternehmen miteinschliessen, ist aber angesichts des grossen Anteils dieser Gesellschaften am Marktwert des «S&P 500»-Index gleichwohl bedeutsam. Darüber hinaus mehren sich über diese Gruppe sehr grosser Unternehmen hinaus in jüngerer Zeit die Beispiele von Unternehmen mit sehr hohen Börsenkursen, lange bevor sie Gewinne erzielen.⁸⁹⁷

Die im Rahmen von unternehmensweiten Studien festgestellten suboptimalen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im US-amerikanischen Kapitalmarkt werden gemäss ROE nicht bestätigt durch eine gesamtwirtschaftliche Betrachtung. Punktuell festgestellte negative Auswirkungen werden unter Umständen an einer anderen Stelle ausgeglichen.⁸⁹⁸ Immerhin ist einzuräumen, dass gesamtwirtschaftliche Erhebungen negative punktuelle Auswirkungen verdecken können.⁸⁹⁹ Gleichwohl erachtet er regulatorische Massnahmen gegen kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt erst als angemessen, wenn bei einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung negative Auswirkungen festgestellt werden können.⁹⁰⁰ 456

c) *Schweiz*

Die – soweit ersichtlich – einzige empirische Untersuchung zum schweizerischen Aktienmarkt zeigt auf, dass auch hierzulande unter Anlegern ein Mass an Kurzfristigkeit herrscht. Das äussert sich darin, dass Anleger bei der Beurteilung künftiger Geldflüsse *unverhältnismässig hohe Abzinsungsraten* anwenden.⁹⁰¹ Die Studie stellt zur Ermittlung der Abzinsungsraten auf die Methodik ab, die MILES zur Ermittlung kurzfristiger Orientierung im britischen Kapitalmarkt entwickelt und angewendet hat.⁹⁰² Es wurden Daten von über 200 Gesellschaften aus dem SPI über einen Zeitraum von 1995 bis 2015 ausgewertet.⁹⁰³ Dabei zeigte sich, dass der 457

⁸⁹⁷ Zum Ganzen siehe ROE, Stock Market, 99; ROE, Target, 43 f. m.H. auf die Beispiele von Amazon, Airbnb, Netflix und Tesla.

⁸⁹⁸ Z.B. können Unternehmen mit privatem Beteiligungskapital oder Risikokapital profitieren, wenn börsenkotierte Gesellschaften ihre F&E-Bemühungen reduzieren.

⁸⁹⁹ ROE, Stock Market, 106.

⁹⁰⁰ Zum Ganzen siehe ROE, Stock Market, 113 ff.; bestätigt in ROE, Target, 45 f.

⁹⁰¹ Zum Gesagten siehe VON GRAFFENRIED, 24 ff., 39.

⁹⁰² VON GRAFFENRIED, 17 ff., mit Verweis auf MILES, Short Termism, 1379 ff. Zur Studie von MILES siehe vorne Rz. 447.

⁹⁰³ VON GRAFFENRIED, 20, Fn. 17. Der SPI gilt als Gesamtindex für den schweizerischen Aktienmarkt. Der Datensatz umfasst Daten aller Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere während des Zeitraums von 1995 bis 2015 im SPI gelistet waren. Er ist mithin nicht beschränkt auf einen bestimmten Wirtschaftssektor. Die Studie beruht somit auf einer für den schweizerischen Aktienmarkt repräsentativen Datengrundlage.

schweizerische Aktienmarkt während des effektiven Beurteilungszeitraums von 1995 bis 2010 mit Ausnahme der Jahre 2007 und 2008 künftige Geldflüsse übermässig abzinste. Der schweizerische Aktienmarkt zeigte somit im Beurteilungszeitraum Anzeichen kurzfristiger Orientierung.⁹⁰⁴

- 458 Die Studie geht vereinfachend von einer *Konstanz der Risikoprämien pro Zeitabschnitt* aus. Diese Darstellung beruht auf der falschen Vorstellung, dass Investoren oder Vermögensverwalter und Analysten die unternehmensspezifischen Risikoprämien nicht ständig neu bewerten.⁹⁰⁵ Es ist zweifelhaft, ob bei einer Untersuchung unter Berücksichtigung variabler unternehmensspezifischer Risikoprämien ein vergleichbares Mass kurzfristiger Orientierung festgestellt würde.⁹⁰⁶ Die Studie liefert deshalb zwar Indizien für eine mögliche kurzfristige Orientierung im schweizerischen Aktienmarkt. Um eine für den ganzen Aktienmarkt und nicht nur punktuell für gewisse Unternehmen gültige Aussage machen zu können, müsste der Befund im Rahmen weiterer Untersuchungen aber noch verifiziert werden.

3. Vergleich mehrerer Volkswirtschaften

a) Weltweiter Vergleich

- 459 Eine mehrere Volkswirtschaften umfassende vergleichende Untersuchung aus dem Jahre 2002 zeigte auf, dass künftige Geldflüsse in jedem der untersuchten Kapitalmärkte unterbewertet werden.⁹⁰⁷ Die Studie umfasste Daten der Märkte Australien, Deutschland, Grossbritannien, Japan und USA im Zeitraum von 1977 bis 1999. Sie zeigte eine weltweite *Unterbewertung künftiger Geldflüsse* auf fünf Jahre in die Zukunft. Das Mass kurzfristiger Orientierung war im Untersuchungszeitraum am höchsten in Grossbritannien.⁹⁰⁸ Demgegenüber wiesen Deutschland, Japan

⁹⁰⁴ Zum Gesagten siehe VON GRAFFENRIED, 24 ff., 39.

⁹⁰⁵ Zur entsprechenden Kritik an der Studie von MILES, Short Termism, 1379 ff., vgl. vorne Rz. 448.

⁹⁰⁶ Zur entsprechenden weitergehenden Forschung im Vereinigten Königreich vgl. vorne Rz. 448.

⁹⁰⁷ BLACK/FRASER, 135 ff.; vgl. MODIGLIANI/MILLER, 261 f. m.H. darauf, Fremd- und Eigenkapital hätten im Gleichgewicht dieselben Kosten für ein Unternehmen.

⁹⁰⁸ Zum Gesagten siehe BLACK/FRASER, 142 ff. Das festgestellte Mass kurzfristiger Orientierung in Grossbritannien sei geringer als bei MILES, Short Termism, 1379 ff., jedoch in etwa übereinstimmend mit den Erkenntnissen von CUTHBERTSON/HAYES/NITZSCHE, 986 ff. Gemäss den Autoren könnten die ausserordentlichen Ergebnisse aber auch auf Faktoren zurückzuführen sein, die ihre Studie nicht erfasst (BLACK/FRASER, 153).

und Australien ein kleineres Mass an Kurzsichtigkeit auf. In den USA wurden Geldflüsse auf fünf Jahre in die Zukunft nicht systematisch unterbewertet. Jedoch wurden weiter in der Zukunft liegende Erträge eher unterschätzt.⁹⁰⁹

b) Vereinigtes Königreich und USA

Gemäss einer jüngeren Studie von DAVIES et al. führt die ausserordentliche Diskontierung künftiger Erträge dazu, dass Leitungsorgane *kurzfristige Erträge* gegenüber langfristigen bevorzugen und Dividendenausschüttungen gegenüber Reinvestitionen vorziehen.⁹¹⁰ Die Studie untersuchte die Daten von 624 *britischen* und *US-amerikanischen Gesellschaften* des «FTSE»-Index und «S&P 500»-Index im Zeitraum von 1980 bis 2009. Die Autoren ermittelten, inwiefern die Aktienkurse der Gesellschaften von denjenigen Werten abweichen, die aufgrund der erwarteten künftigen Dividenden, der unternehmensspezifischen Risikoprämie und des risikofreien Abzinsungssatzes angemessen wären.⁹¹¹ Aus der Analyse ergibt sich, dass künftige Geldflüsse exzessiv abgezinst werden. Das wirkt sich negativ auf die Amortisationsdauer und die Einträglichkeit von Investitionsprojekten aus.⁹¹² Die Autoren nennen die Einführung von Loyalitätsprivilegien für langfristig beteiligte Aktionäre als mögliche Anreize zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.⁹¹³

Die Erkenntnisse von DAVIES et al. wurden in einer jüngeren Studie von SAMPSON/SHI bestätigt. Die Autoren zeigen anhand einer vergleichbaren Methodik und auf der Grundlage von Daten aus dem Zeitraum von 1980 bis 2013 auf, dass die kurzfristige Orientierung von Aktionären zugenommen hat. Damit kann eine *Kürzung von Investitionen* oder die Vornahme suboptimaler Investitionen von Unternehmen verbunden sein.⁹¹⁴ Die Erkenntnisse legen den Schluss nahe, dass die über-

⁹⁰⁹ Zum Gesagten siehe BLACK/FRASER, 143 ff.

⁹¹⁰ DAVIES et al., 16 ff.

⁹¹¹ Zum Gesagten siehe DAVIES et al., 19. Das Risikoprofil der Gesellschaft ergibt sich aus dem Beta-Faktor des Unternehmens und dem Grad der Verschuldung. Der Zins von Staatsanleihen dient als risikofreier Zins. Zur Ermittlung künftiger Erträge und Aktienkurse dienen der zurückliegende Kursverlauf sowie vergangene Dividenden und Erträge pro Aktie.

⁹¹² Zum Gesagten siehe DAVIES et al., 20 ff.

⁹¹³ DAVIES et al., 25, mit Verweis auf einen Entwurf der Arbeit von BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 38 ff.

⁹¹⁴ Zum Gesagten siehe SAMPSON/SHI, 543 ff. m.H. darauf, dass damit Kürzungen der Investitionen in Weiterbildung der Arbeitnehmer, Produktionsinfrastruktur und Entwicklung künftiger ertragreicher Produkte verbunden sein können.

mässige Abzinsung künftiger Geldflüsse kein temporäres, sondern ein anhalten- des Phänomen ist.⁹¹⁵

c) *Europa*

- 462 Eine jüngere Untersuchung zu Unternehmen in *Westeuropa* mit Unternehmens- daten im Zeitraum von 2006 bis 2014 bestätigt beispielhaft den Befund, dass In- vestoren überdurchschnittlich kurzfristige Wachstumserwartungen haben.⁹¹⁶ Sie analysierte, inwiefern diese Erwartungen die Bewertung der Unternehmen im Ka- pitalmarkt beeinflussen.⁹¹⁷ Die Wachstumsprofile der Unternehmen wurden aus Sicht der Anleger basierend auf ihren kurz- oder langfristigen Wachstumserwartun- gen im Verhältnis zum Marktdurchschnitt in vier Kategorien eingeteilt.⁹¹⁸ Beim Entscheid über die Investition in Wachstumsoptionen können die Leitungsorgane die Einschätzungen der Investoren berücksichtigen oder müssen dies im Falle zu- sätzlichen Kapitalbedarfs tatsächlich tun. Es kann sein, dass die Leitungsorgane versuchen, mit einer Fokussierung auf das aktuelle Geschäft das Vertrauen der In- vestoren zur Finanzierung langfristiger Projekte zu gewinnen.⁹¹⁹
- 463 Der Autor traf zur Überprüfung der kurzfristigen Orientierung der Anleger vier *Hypothesen betreffend Gewinnerwartungen*. Er ging erstens davon aus, dass Unter- nehmen mit überdurchschnittlich kurz- und langfristigen Gewinnerwartungen im Kapitalmarkt höher bewertet werden als Unternehmen mit unterdurchschnittlichen Wachstumserwartungen, zweitens dass überdurchschnittlich kurzfristige Wachs-

⁹¹⁵ WILLEY, 137 f.

⁹¹⁶ ELSNER, Empirische Evidenz, 501 ff. Die Studie untersuchte eine schwankende An- zahl von im STOXX All Europe Total Market Index gelisteten Gesellschaften (ca. 924–1128) der Region Westeuropa (AT, BE, CH, DE, DK, ES, FI, FR, GR, IE, IS, IT, LU, NE, NO, PT, SE, UK).

⁹¹⁷ ELSNER, Theoretischer Rahmen, 453 f. Der Marktwert des Eigenkapitals in der Studie setzt sich zusammen aus dem Barwert kurzfristiger, d.h. absehbarer und planbarer Geldflüsse sowie deren Endwert, der das Potenzial auf langfristige Geldflüsse dar- stellt.

⁹¹⁸ ELSNER, Theoretischer Rahmen, 454 f., der erstens unterscheidet zwischen Unterneh- men mit unterdurchschnittlichen kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen (– –), zweitens Unternehmen mit unterdurchschnittlicher kurzfristiger Performance, aber gu- ten langfristigen Wachstumsoptionen (– +), drittens Unternehmen mit einem Fokus auf den Ausbau des planbaren Geschäfts (z.B. durch Prozessoptimierungen), aber einer Vernachlässigung langfristiger Wachstumsoptionen (+ –), und viertens Unter- nehmen mit überdurchschnittlichen kurz- und langfristigen Wachstumsoptionen, d.h. mit idealem Wachstumsprofil (++).

⁹¹⁹ Zum Gesagten siehe ELSNER, Theoretischer Rahmen, 455 f.

tumserwartungen gegenüber überdurchschnittlich langfristigen Wachstumserwartungen höher bewertet werden, drittens dass Veränderungen in der Bewertung auf veränderte kurzfristige Wachstumserwartungen zurückzuführen sind, aber viertens nicht mit einer Veränderung der generellen Markterwartungen erklärt werden können.⁹²⁰

Die Ergebnisse der Studie bestätigen die Hypothesen 1 bis 3 und widerlegen die Hypothese 4. Überdurchschnittlich kurzfristige Gewinnerwartungen beeinflussen die Marktbewertung stärker als überdurchschnittlich langfristige Gewinnerwartungen (vgl. Hypothesen 1 und 2). Die Veränderungen der Bewertung sind grösstenteils auf die Veränderung kurzfristiger Gewinnerwartungen zurückzuführen (vgl. Hypothese 3).⁹²¹ Es zeigte sich aber auch, dass die allgemeinen Wachstumserwartungen einen erheblichen Einfluss auf die Veränderung der Bewertung einzelner Unternehmen haben (vgl. Hypothese 4).⁹²² 464

Der Autor leitet aus diesen Erkenntnissen ab, dass Gesellschaften zum Erreichen eines überdurchschnittlichen Wachstumsniveaus ihre kurzfristigen Ergebnisse steigern sollten.⁹²³ Das ist ein Indiz dafür, dass eine *kurzsichtige Geschäftsstrategie lohnenswert* sein kann, wenngleich die Ergebnisse mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren sind. Möglicherweise hatten die allgemeinen Markterwartungen aufgrund der Finanzkrise im Studienzeitraum einen stärkeren Einfluss auf die Marktbewertung als im langfristigen Durchschnitt. Darüber hinaus sind Analystenempfehlungen kein durchwegs zuverlässiger Indikator für kurzfristige Gewinnerwartungen, weil Analysten Interessenkonflikten unterliegen können und zu eher positiven Analysen neigen.⁹²⁴ Und schliesslich äussert sich die Studie nicht zur Angemessenheit der ermittelten Werte zur Marktbewertung, sondern beschreibt lediglich die statistischen Zusammenhänge.⁹²⁵ Ungeachtet dessen liefert die Untersuchung ein weiteres Indiz für die kurzfristige Orientierung von Anlegern mit potenziellen Auswirkungen auf die Geschäftsstrategie. 465

⁹²⁰ Zum Ganzen siehe ELSNER, Theoretischer Rahmen, 455 f.; ELSNER, Empirische Evidenz, 502.

⁹²¹ Zum Gesagten siehe ELSNER, Empirische Evidenz, 505 f.

⁹²² ELSNER, Empirische Evidenz, 506 f. In den Jahren 2007 und 2008 zeigte sich mit der Finanzkrise ein deutlicherer Einfluss der allgemeinen Markterwartungen auf die veränderten Bewertungen.

⁹²³ ELSNER, Empirische Evidenz, 507.

⁹²⁴ Zum Gesagten siehe BUEREN, 710, Fn. 910; zu den Vorbehalten bzgl. Analystenempfehlungen in der Literatur siehe MICHAELY/WOMACK, 653 ff.; für entsprechende empirische Erkenntnisse siehe MALMENDIER/SHANTHIKUMAR, 1287 ff.

⁹²⁵ BUEREN, 710 f.

466 Eine Studie aus dem Jahr 2020 zeigt aber auf, dass das *Niveau der Aktionärsauszahlungen* durch Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungen in Europa netto, d.h. unter Berücksichtigung der erfolgten Aktienemissionen, verhältnismässig gering war. Es würden den Unternehmen demnach nicht zu viele Mittel zugunsten der Aktionäre entzogen. Vielmehr seien das Investitionsniveau und die Investitionsintensität in den letzten drei Jahrzehnten gestiegen. Zudem seien die Investitionen in F&E generell auf einem Rekordniveau.⁹²⁶ Das lässt vermuten, dass – soweit in Europa Erscheinungen kurzfristiger Orientierung feststellbar sind – sie sich zumindest nicht darin niederschlagen, dass den Unternehmen Finanzmittel entzogen werden, welche dann nicht für langfristige Investitionen zur Verfügung stehen.

E. Zusammenfassung der empirischen Erkenntnisse und Zwischenfazit

1. Zusammenfassung

a) Beobachtbare Phänomene zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt

467 Der Kapitalmarkt ist zunehmend von Kurzfristigkeit geprägt. Die über die vergangenen Jahrzehnte deutlich gesunkenen Haltedauern, die gestiegenen Handelsvolumina, die gestiegene Handelsfrequenz und der ansteigende Hochfrequenzhandel sind Indizien für einen *stärkeren Kurzfristigkeitsdruck im Kapitalmarkt*. Sie werden in der rechtspolitischen Diskussion gar als Ausdruck kurzfristiger Orientierung von Aktionären gesehen.

468 Aus dieser beobachtbaren Entwicklung lassen sich aber noch keine suboptimalen Auswirkungen auf die Gesellschaften herleiten. Sie dient nicht als Beweis für ein verbreitetes exzessives Streben nach kurzfristigen Ergebnissen unter Missachtung langfristiger Wertsteigerung (*short-termism*). Vielmehr bedarf es einer genaueren Analyse mithilfe der empirischen Forschung, die unterschiedliche Modelle zur Identifikation übermässig kurzfristigen Handelns von Aktionären mit suboptimalen Auswirkungen entwickelt hat.

⁹²⁶ Zum Gesagten siehe FRIED/WANG, Payouts, 1 ff.

b) Zusammenfassung der empirischen Erkenntnisse zu den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt auf die Unternehmen

Eine *systematische Überprüfung* aller Zusammenhänge zwischen dem Verhalten von Aktionären und den wirtschaftlichen Auswirkungen dieses Verhaltens ist allerdings auch mithilfe der empirischen Forschung nur begrenzt möglich. Das liegt erstens an der Schwierigkeit, kurzfristiges Handeln und dessen Auswirkungen empirisch zu messen. Zweitens liegt es an der Komplexität und der Vielfältigkeit der rechtlichen und tatsächlichen Ordnungsrahmen von Gesellschaften in der Schweiz. Je nach Organisation einer Gesellschaft kann sich das Verhalten von Aktionären unterschiedlich auswirken. Vor diesem Hintergrund ergibt sich aus den empirischen Erkenntnissen zu den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt ein buntes Bild unterschiedlicher Indizien. 469

Umfragestudien unter Geschäftsleitungsmitgliedern bringen die Sorgen hinsichtlich des Kurzfristigkeitsdrucks zum Ausdruck. Sie dienen immerhin als Indiz für die kurzfristige Orientierung von Aktionären. Teilweise geringe Rücklaufquoten und Zweifel am Zusammenhang zwischen den Aussagen und den tatsächlichen Geschäftsentscheiden mindern allerdings die Glaubwürdigkeit dieser Studien. Ausserdem lassen sie höchstens mittelbar Rückschlüsse auf die tatsächliche Orientierung der Aktionäre zu. Sie befassen sich lediglich mit der Wahrnehmung des Kurzfristigkeitsdrucks des Kapitalmarkts auf Ebene der Geschäftsleitung und sagen nichts dazu, ob die Aktionäre selbst kurzfristig orientiert sind.⁹²⁷ 470

Wenig verbreitete *Verhaltensstudien*, die das Handeln von Geschäftsleitungsmitgliedern in spezifischen Situationen untersuchen, zeigen auf, dass Entscheidungsträger in Unternehmen unter dem Druck des Kapitalmarkts zu kurzfristigem Verhalten neigen. Geschäftsleitungsmitglieder bevorzugen vor einer Kapitalerhöhung Projekte mit kurzfristigen Erträgen gegenüber solchen, die sich erst längerfristig auszahlen. Im Gegensatz zu Umfragestudien bringen sie nicht nur die Wahrnehmung des Marktdrucks zum Ausdruck, sondern auch dessen Zusammenhang mit kurzfristigen Geschäftsentscheiden. Wie Umfragestudien lassen auch sie aber keine unmittelbaren Rückschlüsse auf die Orientierung der Aktionäre zu.⁹²⁸ 471

Es gibt zahlreiche Studien, die eine kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt anhand des Zusammenhangs zwischen unterschiedlichen Aspekten der Corporate Governance oder externen Effekten und den *Investitionen in F&E* zu messen ver- 472

⁹²⁷ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 350 ff.

⁹²⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 355 ff.

suchen.⁹²⁹ Sie weisen mehrheitlich auf suboptimal kurzfristiges Verhalten hin. Die F&E-Ausgaben sind aber nicht immer ein zuverlässiger Indikator für eine kurzfristige Orientierung. Insbesondere bringen die Bewertung der Auswirkungen von Übernahmen auf die F&E-Investitionen und ein Vergleich des Investitionsvolumens börsenkotierter und nicht börsenkotierter Gesellschaften keine abschliessenden Erkenntnisse.⁹³⁰

- 473 Ebenfalls umstritten sind die kurz- und langfristigen Auswirkungen von Interventionen aktivistischer Aktionäre. Insbesondere konnten die (nicht unumstrittenen) Ergebnisse für den US-amerikanischen Kapitalmarkt, gemäss denen sich *Aktionärsaktivismus* positiv auf die Innovation und Produktivität von Gesellschaften auswirkt, für den europäischen Raum nicht bestätigt werden.⁹³¹
- 474 Die empirische Forschung zu den Auswirkungen *verkürzter CEO-Entscheidungshorizonte* liefert Anhaltspunkte dafür, dass Leitungsorgane gegen Ende ihrer Amtszeit, mit steigender Dauer der Amtszeit oder je nach variabler Vergütung in Bezug auf langfristige Investitionen zurückhaltend agieren. Sie bestätigt eine gewisse kurzfristige Orientierung von Leitungsorganen in Situationen, in denen sich deren Entscheidungshorizont verkürzt. Ebenfalls empirisch belegt ist, dass dieser Form kurzfristiger Orientierung auf Ebene der Leitungsorgane mit Vergütungsmodellen begegnet werden kann, die auf langfristigen Parametern abstellen. Eine Kausalität zwischen dem Druck im Kapitalmarkt, namentlich bedingt durch kurzfristige Aktionärsbeteiligungen, und dem kurzsichtigen Verhalten der Geschäftsführer in den beschriebenen Situationen lässt sich aber aus diesen Studien nicht herleiten.⁹³²
- 475 Die Studien zur *Dauer des Anlagehorizonts* von Aktionären in den USA deuten zwar nicht einhellig, aber immerhin überwiegend, auf die Vorzüge langfristig beteiligter, engagierter institutioneller Aktionäre im Vergleich zu kurzfristig beteiligten, passiven institutionellen Aktionären hin. Einschränkend ist aber zu berücksichtigen, dass sich die Daten ausschliesslich auf institutionelle Investoren beziehen. Ausserdem ist die Frage nach den Auswirkungen kurzfristiger Aktio-

⁹²⁹ Sie untersuchen z.B. die Marktreaktion auf Kürzung oder Erhöhung der Investitionen in F&E oder den Zusammenhang zwischen der Vergütungsordnung und den Investitionen in F&E.

⁹³⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 361 ff. Ein Vergleich börsenkotierter mit nicht börsenkotierten Gesellschaften führt zu unterschiedlichen Ergebnissen für angelsächsisch und kontinentaleuropäisch geprägte Kapitalmärkte.

⁹³¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 388 ff.

⁹³² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 395 ff.

närsbeteiligungen in Kontinentaleuropa mangels vergleichbarer Daten noch weitgehend ungeklärt.⁹³³

c) Zusammenfassung der empirischen Erkenntnisse zu den Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft

Die Studien zu den *gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen* (sog. Makro-Studien) 476 haben unterschiedliche Effekte der kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt ermittelt.

Die Ergebnisse einer Studie zum britischen Kapitalmarkt aus den 1990er-Jahren, 477 gemäss der Investoren weit in der Zukunft liegende *Geldflüsse systematisch stark unterschätzten*, konnten durch weitere entsprechende Untersuchungen in den USA nicht einhellig bestätigt werden.⁹³⁴ Studien zu mehreren Ländern auf unterschiedlichen Kontinenten, unter anderem in Westeuropa, zeigten ein ähnliches Ergebnis.⁹³⁵

Eine Analyse von britischen und US-amerikanischen Gesellschaften über einen 478 Zeitraum von dreissig Jahren bestätigte, dass Leitungsorgane *kurzfristige Erträge* gegenüber langfristigen bevorzugen und Dividendenausschüttungen gegenüber Reinvestitionen vorziehen.⁹³⁶

Demgegenüber werden die festgestellten suboptimalen Folgen kurzfristiger Ori- 479 entierung bei einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung auch teilweise relativiert. Ein jüngerer Beitrag zu den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung in den USA kommt zum Schluss, dass die in einzelnen Studien auf Unternehmensebene festgestellten suboptimalen Folgen – insbesondere betreffend F&E-Investitionen sowie die zur Verfügung stehenden Barmittel – *gesamtwirtschaftlich keine suboptimalen Auswirkungen* haben.⁹³⁷ Der Investitionstrend sei weltweit sinkend, Aktienrückkäufe hätten dem Kapitalmarkt kein Bargeld entzogen, weil in etwa gleichem Umfang Fremdkapital aufgenommen worden sei, gesamtwirtschaftlich liesse sich kein Rückgang der F&E-Investitionen feststellen. Es ist aber zu bemerken, dass diese Studie die in anderen Makro-Studien festgestellte systematische Unterschätzung langfristiger Geldflüsse kaum aufnimmt. Sie weist zwar darauf hin, dass der Kapitalmarkt die fünf grössten börsenkotierten Gesellschaften des

⁹³³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 408 ff.

⁹³⁴ Siehe vorne Rz. 447 ff.

⁹³⁵ Siehe vorne Rz. 462 ff.

⁹³⁶ Siehe vorne Rz. 460 f.

⁹³⁷ Siehe vorne Rz. 451 ff.

«S&P 500»-Index – allesamt Technologiefirmen – nicht abstrafte wegen ihrer langfristigen Orientierung und ihrer hohen F&E-Ausgaben.⁹³⁸ Die Beobachtung dieser kleinen, wenngleich gewichtigen Gruppe von Gesellschaften vermag keinen Gegenbeweis zu den erwähnten anderen Makro-Studien zu erbringen. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung verschiedener Kennzahlen, die gemeinhin auf die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt zurückgeführt werden, lässt aber immerhin berechnete Zweifel am Ausmass der suboptimalen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung aufkommen.

- 480 So zeichnen auch die Makro-Studien zum Thema ein unscharfes Bild der Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt. Gesamtwirtschaftliche Untersuchungen sind allerdings naturgemäss eher grob. Belastbare gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge sind nur schwer zu ermitteln. Die dargelegten Untersuchungen weisen wohl trotzdem überwiegend auf eine *Unterschätzung weit in der Zukunft liegender Geldflüsse* hin. Dieses Indiz für den Druck kurzfristig orientierter Anleger und die Folgen dieses Drucks auf die Gesamtwirtschaft sind aber insbesondere für den kontinentaleuropäischen Raum noch weiter zu erforschen.

2. Zwischenfazit

- 481 Insgesamt liefert die empirische Forschung einige Erkenntnisse, die suboptimale Auswirkungen des exzessiven Strebens nach kurzfristigen Ergebnissen im Kapitalmarkt nahelegen. Die Erkenntnisse basieren zumeist auf unternehmensweiten Studien, in geringerer Masse auf gesamtwirtschaftlichen Untersuchungen. Genaue Aussagen zum Ausmass und zu den Folgen der kurzfristigen Orientierung sind deshalb auch nur punktuell möglich.⁹³⁹ Es ist folglich nicht ohne Weiteres klar, welche rechtspolitischen Folgerungen aus diesen Ergebnissen gezogen werden können.⁹⁴⁰
- 482 Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung interessieren vorwiegend Studien über die Auswirkungen von kurzfristig beteiligten Aktionären, weil sie empirisch am besten dokumentiert sind. Die Studien stellen mit unterschiedlichen Methoden auf eine Klassifizierung der Aktionäre anhand des Aktienumschlags ab. Umfassende Studien betreffend den US-amerikanischen Kapitalmarkt haben nicht ausschliesslich, aber überwiegend *positive Auswirkungen durch langfristig beteiligte Aktio-*

⁹³⁸ Siehe vorne Rz. 455.

⁹³⁹ Zum Gesagten siehe BUEREN, 713.

⁹⁴⁰ Zu dieser Frage siehe hinten Rz. 587 ff.

näre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären ermittelt. Die Ergebnisse sind aber mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren – zum einen, weil sie sich auf die Beteiligungen institutioneller Investoren beziehen, und zum anderen, weil die Ergebnisse zu den Auswirkungen in kontinentaleuropäischen Kapitalmärkten weniger umfassend sind. Immerhin liefern sie Indizien, dass kurzfristig beteiligte Aktionäre punktuell suboptimale wirtschaftliche Auswirkungen auf Unternehmen haben können, während langfristig beteiligte Aktionäre sich mehrheitlich positiv auf Unternehmen auswirken.⁹⁴¹

Die Erkenntnisse der US-amerikanischen Studien lassen nur, aber immerhin, mittelbare Rückschlüsse zu den kontinentaleuropäischen Kapitalmärkten zu. Sie beschreiben aufgrund ihrer Fokussierung die tatsächlichen Verhältnisse in den USA und nicht in Europa. Es mag wohl Unterschiede zwischen der Aktionärsstruktur US-amerikanischer Gesellschaften und derjenigen europäischer und mithin schweizerischer Gesellschaften geben.⁹⁴² Gleichwohl haben sich das US-amerikanische und das kontinentaleuropäische Gesellschaftsrecht ungefähr seit der Jahrtausendwende in Bezug auf die Mitwirkungsrechte der Aktionäre und die Offenlegungspflicht von Unternehmensinformationen angenähert. Beide Bereiche stehen in einem Zusammenhang zum Anlagehorizont der Aktionäre. Es ist aufgrund dieser Konvergenz und der daraus resultierenden Vergleichbarkeit der rechtlichen Rahmenbedingungen nicht gänzlich abwegig, auch die Erkenntnisse US-amerikanischer Studien zur Annäherung an die Kurzfristigkeit in kontinentaleuropäischen Kapitalmärkten und mithin im schweizerischen Kapitalmarkt beizuziehen.⁹⁴³ 483

Um eine abschliessende Aussage über die kurzfristige Orientierung des schweizerischen Kapitalmarkts machen zu können, bedürfte es aber mehrerer entsprechender Studien. Immerhin kam eine Makro-Studie zum Schluss, dass Anleger im schweizerischen Kapitalmarkt bei der Beurteilung künftiger Geldflüsse unverhältnismässig hohe Abzinsungsraten anwenden. Es scheint somit auch im schweizerischen Kapitalmarkt ein gewisses Mass an kurzfristiger Orientierung zu geben. Zudem kam eine internationale Untersuchung, die unter anderem die Daten einer repräsentativen Anzahl Schweizer Unternehmen umfasste, zum Schluss, dass sich ein hoher Anteil von – gemessen am Portfolioumschlag – langfristigen ausländischen Investoren positiv auf langfristige Investitionen, die Innovation und die Arbeitsplätze auswirkt.⁹⁴⁴ 484

⁹⁴¹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 441.

⁹⁴² Vgl. vorne Rz. 430 bei und in Fn. 834.

⁹⁴³ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 317.

⁹⁴⁴ Die Studie wertete die Daten von 224 Schweizer Unternehmen aus. Siehe vorne Rz. 457 f.

485 Es kann insgesamt aufgrund der empirischen Erkenntnisse vorsichtig vermutet werden, dass langfristig beteiligte Aktionäre zwar nicht ausschliesslich, aber immerhin überwiegend, in einem positiven Zusammenhang mit der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts stehen. Der allgemeine empirische Befund begründet aufgrund verschiedener Einschränkungen indes lediglich eine *Vermutung zugunsten langfristiger Aktionärsbeteiligungen*. Eine Gesellschaft muss abklären, ob diese Vermutung in ihrem Fall zutrifft. Im Rahmen eines Vergleichs mit anderen, repräsentativen Gesellschaften im gleichen Markt kann eine Gesellschaft aufzeigen, dass sich langfristige Aktionärsbeteiligungen auch in ihrem Fall positiv auswirken dürften.

V. Analyse des Problems kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt

486 Aufgrund der Feststellung des rechtlichen, politischen und wirtschaftlichen Ist-Zustands kann die mit der Impulsgebung verbundene Zielsetzung überprüft und präziser umschrieben werden.⁹⁴⁵ Im Rahmen einer Problemdefinition werden die Ursache und die Dynamik kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt analysiert (A.). Das erlaubt eine Präzisierung der Zielsetzung der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen (B.).

A. Problemdefinition

487 Es ist der Zweck der Problemdefinition, zu ermitteln, ob – und falls ja aus welchen Gründen – ein Tatbestand neu oder anders als bislang geregelt werden muss. Die Problemdefinition dient somit der Ergründung der *Ursachen und Dynamik des Problems*. Sie dient der Auswahl der geeigneten Konzepte der Zielverwirklichung. Die Problemdefinition ist somit eine wesentliche Grundlage für das systematische Erarbeiten einer geeigneten Lösung.⁹⁴⁶ In der vorliegenden Untersuchung soll das regelmässig nur grob umschriebene Problem der kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt präzise umschrieben werden. Das Problem kann anhand von verschiedenen Kriterien analysiert werden.⁹⁴⁷

⁹⁴⁵ MÜLLER/UHLMANN, N116. Zur Wechselwirkung zwischen Zielvorstellungen und Tatsachenanalyse siehe NOLL, 82; vgl. BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, 115 ff.

⁹⁴⁶ Zum Gesagten siehe BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, 106 ff.

⁹⁴⁷ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 115.

1. Beschaffenheit des Problems

Die Analyse der Beschaffenheit des Problems liefert Antworten auf die Frage, 488
worin das Problem besteht und worin es sich äussert.⁹⁴⁸

Das Problem besteht in einem potenziellen *Interessenkonflikt zwischen Gesell-* 489
schaft und Aktionären. Unter Umständen stehen die langfristigen Planungs- und
Kapitalbedürfnisse der Gesellschaft den kurzfristigen Anlagebedürfnissen der
Aktionäre gegenüber. Die Harmonisierung dieser gegenteiligen Interessen durch
die Mobilisierung der Beteiligungen im Kapitalmarkt hat Bruchstellen. Es ist für
den Verwaltungsrat schwierig, eine langfristig wertsteigernde Geschäftsstrategie
zu verfolgen, wenn sich die Aktionäre, die ihn ersetzen können, von kurzfristigen
Kursschwankungen leiten lassen statt von langfristigen Aussichten auf den Ge-
schäftsverlauf. Es gibt Anzeichen dafür, dass die kurzfristige Orientierung der
Aktionäre auf die Orientierung der Leitungsorgane und somit der Gesellschaft
durchschlägt und die Geschäftsführung im Sinne einer nachhaltigen Steigerung
des Unternehmenswerts dadurch erschwert wird.⁹⁴⁹

Das Problem der kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt äussert sich darin, 490
dass Aktionäre und Leitungsorgane von Gesellschaften *exzessiv auf kurzfristige*
Erträge fokussiert sind und dabei die langfristige Wertsteigerung und Konkurrenz-
fähigkeit des Unternehmens missachten.⁹⁵⁰ Diese Erscheinung kann insbesondere
bei Gesellschaften mit vielen kurzfristig beteiligten Aktionären festgestellt wer-
den. Ein hoher Anteil kurzfristig beteiligter Aktionäre kann erstens zu einer Über-
bewertung kurzfristiger Erträge gegenüber langfristigen Erträgen führen. Damit
kann eine unangemessene Fokussierung auf die Erzielung kurzfristiger Erträge
durch die Leitungsorgane verbunden sein. Zweitens ist die Wahrscheinlichkeit
von Ausgabenkürzungen im Bereich F&E zur Erzielung kurzfristiger Erträge bei
einem hohen Anteil kurzfristig beteiligter Investoren höher als bei einem hohen
Anteil langfristiger Aktionäre. Drittens kann sich ein hoher Anteil kurzfristig betei-
ligter Aktionäre nachteilig auf die Wirtschaftlichkeit von Unternehmensübernah-
men auswirken. Die Studienlage deutet überwiegend, aber nicht einhellig auf die
Vorzüge langfristig beteiligter Aktionäre hin.⁹⁵¹

Demgegenüber gibt es einige Beobachtungen, die *kein Ausdruck einer nachtei-* 491
ligen kurzfristigen Orientierung von Aktionären sind. Höchstens als anekdotischer

⁹⁴⁸ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 115.

⁹⁴⁹ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 213.

⁹⁵⁰ Siehe vorne Rz. 234.

⁹⁵¹ BURCKHARDT, Loyalitätsaktien, 374 ff. m.w.H. Zum Ganzen siehe vorne Rz. 481.

Beleg für eine suboptimale kurzfristige Orientierung von Aktionären gilt die gesunkene durchschnittliche Haltedauer.⁹⁵² Sie erlaubt für sich gesehen keine belastbaren Rückschlüsse. Ebenfalls kein Ausdruck einer nachteiligen kurzfristigen Orientierung von Aktionären ist der Aktivismus kurzfristig beteiligter Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften.⁹⁵³ Auch die Feststellung, dass sich der Entscheidungshorizont von CEOs in bestimmten Situationen verkürzen kann, ist keine unmittelbare Folge einer kurzfristigen Orientierung von Aktionären.⁹⁵⁴

2. Ursache des Problems

492 Die Erörterung der Ursache des Problems gibt eine Antwort auf die Frage, worauf das Problem zurückzuführen ist.⁹⁵⁵

a) *Übermäßige Abzinsung künftiger Erträge*

493 Die exzessive Fokussierung von Aktionären und Leitungsorganen auf kurzfristige Erträge ist zurückzuführen auf die *übermäßige Abzinsung künftiger Erträge*. Es ist schwierig, die exzessive Abzinsung künftiger Erträge und somit die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt empirisch zu messen. Wertet man die unterschiedlichen empirischen Erkenntnisse dazu aus und setzt sie in Zusammenhang zueinander, so liefert die empirische Forschung im Ergebnis gleichwohl Anhaltspunkte, dass der Kapitalmarkt von einer Unterbewertung künftiger Erträge und somit von kurzfristiger Orientierung geprägt ist.⁹⁵⁶

494 Für die Zwecke dieser Untersuchung wird deshalb angenommen, dass es eine tragfähige Grundlage für die Behauptung gibt, dass es in bestimmten Kapitalmärkten ein *Problem kurzfristiger Orientierung* gibt. Letztlich werden Politik und Unternehmenspraxis jedoch entscheiden müssen, ob das eine genügende Grundlage zur Ergreifung regulatorischer Massnahmen ist.⁹⁵⁷ Es ist deshalb zu empfehlen, das Ausmass kurzfristiger Orientierung im jeweiligen Kapitalmarkt mit empirischen Untersuchungen unterschiedlicher Methodik zu ermitteln, bevor man über die Einführung von Gegenmassnahmen entscheidet. Bei der Auswahl der Methodik der

⁹⁵² Siehe vorne Rz. 330 ff.

⁹⁵³ Studien zu den Auswirkungen aktivistischer Aktionäre kommen zu gemischten Ergebnissen. Siehe vorne Rz. 392 ff.

⁹⁵⁴ Siehe vorne Rz. 407.

⁹⁵⁵ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 115.

⁹⁵⁶ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 457 und 461.

⁹⁵⁷ So auch WILLEY, 139.

Untersuchungen kann auf die unterschiedlichen Ansätze zurückgegriffen werden, die in der Vergangenheit für Untersuchungen im Ausland verwendet wurden.

b) Relativierung der Kapitalmarkteffizienzhypothese

Nimmt man an, dass es Anhaltspunkte für eine Kurzsichtigkeit im Kapitalmarkt gibt, ist damit eine *Relativierung der Kapitalmarkteffizienzhypothese* in halbstar- 495
ker Ausprägung verbunden.⁹⁵⁸ In einem effizienten Kapitalmarkt sind sämtliche Informationen im Aktienkurs abgebildet.⁹⁵⁹ In der Theorie kann es deshalb keinen Unterschied zwischen einer kurzfristigen und einer langfristigen Orientierung geben. «Aktienkurse widerspiegeln nichts anderes als den Gegenwartswert der erwarteten und mit einer adäquaten Rate diskontierten zukünftigen Gewinnströme.»⁹⁶⁰ Eine allfällige kurzfristige Geschäftsstrategie wäre demnach im Aktienkurs stets abgebildet, weil die Gewinnerwartungen kurzfristig zwar höher, langfristig aber tiefer wären als bei einer langfristigen Geschäftsstrategie. Geht man von einer Kurzsichtigkeit des Kapitalmarkts aus, nimmt man an, dass der Aktienkurs eine langfristige Geschäftsstrategie nicht angemessen abbildet. Die Annahme, dass der Kapitalmarkt kurzsichtig ist, widerspricht demnach der Kapitalmarkteffizienzhypothese teilweise.⁹⁶¹

Die empirische Forschung liefert eine hinreichende Grundlage für berechnete 496
Zweifel an der Aussagekraft der Aktienkurse in Bezug auf den langfristigen Wert börsenkotierter Unternehmen. Die Kapitalmarkteffizienzhypothese drückt die Informationseffizienz aus. Der Theorie zufolge ist der Aktienkurs – unter der Annahme, dass er alle relevanten Informationen abbildet – ein guter Gradmesser für den tatsächlichen Wert eines Unternehmens.⁹⁶² Das heisst aber nicht notwendigerweise, dass Aktienkurse tatsächlich den wirklichen Wert börsenkotierter Unternehmen abbilden.⁹⁶³ Trotz der Anwendung komplexer Mechanismen, wie z.B. dem CAPM⁹⁶⁴, ist die Ermittlung einer angemessenen Rendite bei der Bewertung künftiger Erträge börsenkotierter Gesellschaften schwierig. Die an diese Problematik anknüpfende empirische Forschung liefert für ausgewählte Aktienmärkte Anhalts-

⁹⁵⁸ Zur Kapitalmarkteffizienzhypothese siehe vorne Rz. 336.

⁹⁵⁹ Siehe vorne Fn. 612.

⁹⁶⁰ RUFFNER, Grundlagen, 384.

⁹⁶¹ Zum Gesagten vgl. SPILLMANN, 262.

⁹⁶² FAMA, Stock Market Prices, 56; vgl. ARMOUR/CHEFFINS, 767.

⁹⁶³ Zur Unterscheidung zwischen informationeller Effizienz und grundlegender Effizienz siehe AYRES, 968 ff.

⁹⁶⁴ Siehe vorne Rz. 444.

punkte, dass weit in der Zukunft liegende Erträge im Vergleich zu kurzfristigen Erträgen übermässig diskontiert werden.⁹⁶⁵

c) *Überbewertung langfristiger Erträge als Gegenargument*

aa) Beispielhafte Würdigung langfristiger Erträge

- 497 Skeptiker kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt weisen darauf hin, dass im Kapitalmarkt neben der angeblichen Unterbewertung langfristiger Erträge auch punktuell eine *Würdigung langfristiger Erträge* erkennbar sei. Der Kapitalmarkt schrecke offenbar gerade grosse börsenkotierte Gesellschaften im Technologie-sektor nicht davor ab, langfristige Investitionen zu tätigen. Als Indiz dafür wird angeführt, dass der Kapitalmarkt diejenigen Unternehmen, die erheblich in langfristige Projekte im Bereich F&E investierten und somit eine langfristige Geschäftsstrategie verfolgten, wie z.B. Amazon, Apple und Google, nicht abstrafe, sondern angemessen würdigte.⁹⁶⁶
- 498 Gegen die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt wird auch eingewendet, die Investitionen in Wachstumsaktien zeigten, dass die Aktionäre auch langfristige Wachstumsaussichten hoch bewerten würden. Die breite Streuung verschiedener Kurs-Gewinn-Verhältnisse bringe zum Ausdruck, dass die Aktienkurse mehr als bloss kurzfristige Gewinnerwartungen abbilden würden.⁹⁶⁷ Als weiteres Beispiel dafür werden die Investitionen im Rahmen von Erstplatzierungen der Aktien von Start-up-Unternehmen mit beschränkten aktuellen Gewinnen genannt.⁹⁶⁸
- 499 *Vereinzelte Beispiele* von Technologieunternehmen genügen indessen nicht als Beweis zur Widerlegung kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt. Theorie und empirische Forschung weisen darauf hin, dass Aktionäre und Leitungsorgane in bestimmten Konstellationen kurzfristig handeln können. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn Investoren kurzfristigen Erträgen eine hohe Bedeutung zur Abschätzung künftiger Gewinne und somit künftiger Aktienkurse beimessen. Dynamische und innovative Industrien, in denen sich die besagten Technologieunternehmen bewegen, sind tendenziell weniger davon erfasst.⁹⁶⁹ In einigen dieser Unternehmen

⁹⁶⁵ Vgl. vorne Rz. 447.

⁹⁶⁶ Zum Ganzen siehe ROE, Short-Termism, 980, 993 ff., 1001 f.; MAUBOUSSIN/RAPPA-PORT, 71 f., 76 ff.; STRAND, 26, 28.

⁹⁶⁷ JENSEN, Takeover, 320.

⁹⁶⁸ BUEREN, 719; vgl. WILLEY, 149 m.H. auf Investitionen in sehr erfolgreiche Start-up-Unternehmen in jüngerer Vergangenheit; LOGUE, 174 m.H. auf ähnliche Erscheinungen im US-amerikanischen Kapitalmarkt in den 1980er-Jahren.

⁹⁶⁹ Zum Gesagten siehe BUEREN, 715.

haben sich die Gründer durch eine Aktienklasse mit Mehrstimmrechten den Einfluss gesichert.⁹⁷⁰ Zudem verzichteten einige der genannten Gesellschaften auf die Veröffentlichung von Quartalsberichten mit dem Hinweis, diese würden zu einer kurzfristigen Orientierung beitragen.⁹⁷¹ Und schliesslich war Apple im Kapitalmarkt zwischenzeitlich fundamental tief bewertet. Insgesamt sind vereinzelte Beispiele nicht geeignet, die Studien zu widerlegen, die eine Tendenz zur Unterbewertung langfristiger Erträge ermitteln.⁹⁷²

bb) Systematische Überbewertung langfristiger Erträge

Neben vereinzelten Beispielen wird auch angeführt, die periodische *Bildung von Bewertungsblasen* sei ein Hinweis für die systematische Überbewertung langfristiger Ertragspotenziale. Als Beispiel dafür wird namentlich die Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende genannt.⁹⁷³ Die Bildung solcher Blasen ermögliche die Finanzierung von Projekten, die unter normalen Umständen nicht finanzierbar wären. Deshalb sei der Kapitalmarkt nicht kurzfristig ausgerichtet.⁹⁷⁴ 500

Die Bildung von Bewertungsblasen spricht aber aus mehreren Gründen nicht gegen die These der kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt. Im Allgemeinen sind ineffiziente Mehrinvestitionen Ausdruck einer kurzfristigen Orientierung und deshalb nicht zu verwechseln mit einer Überbewertung langfristiger Erträge.⁹⁷⁵ Die Dotcom-Blase im Besonderen wurde eher genährt durch die Jagd nach kurzen Renditen als durch eine grundlegende Überbewertung langfristiger Erträge.⁹⁷⁶ Selbst wenn hinter den zeitweisen branchenweiten Überbewertungen eine langfristige Orientierung stünde, spricht das noch nicht dagegen, dass es im Kapitalmarkt unter bestimmten Bedingungen eine systematische Neigung zu kurzfristigem Handeln gibt.⁹⁷⁷ 501

⁹⁷⁰ COOPER, 540, Fn. 105; krit. ggü. dem Nutzen mehrerer Aktienklassen WEN, 1509, mit Bezug auf die Beispiele von Facebook, Google, LinkedIn und Zynga.

⁹⁷¹ So z.B. Google. Siehe hierzu BARTON, 87; EDMANS/HEINLE/HUANG, 2153.

⁹⁷² Zum Gesagten siehe BUEREN, 715, Fn. 12.

⁹⁷³ ROE, Short-Termism, 995, gemäss dem die Dotcom-Blase die Finanzierung von Projekten ermöglicht hat, die bei einer Fokussierung auf kurzfristige Erträge nicht finanzierbar gewesen wären; BUEREN, 716 m.H. auf die sog. Tulpenmanie in den Niederlanden im 17. Jahrhundert.

⁹⁷⁴ Zum Gesagten siehe ROE, Short-Termism, 995.

⁹⁷⁵ BEBCHUK/STOLE, 719 ff., gemäss denen die nicht abschätzbare Produktivität einer Investition bei den Investoren zu ineffizienten Mehrinvestitionen führen kann; BUEREN, 407, 717, beide m.w.H.

⁹⁷⁶ KAY, Final Report, 33 f.; beispielhaft LEWIS, 45.

⁹⁷⁷ BUEREN, 718.

d) Zwischenfazit

aa) Ursache

502 Die Ursache kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt liegt in der *übermässigen Unterbewertung langfristiger Erträge*. Die im Rahmen der Aufnahme des Ist-Zustands untersuchten empirischen Erkenntnisse legen den Schluss nahe, dass es – zumindest in ausgewählten Kapitalmärkten – ein Problem im Zusammenhang mit der kurzfristigen Orientierung von Aktionären gibt. Die empirische Forschung liefert zudem eine hinreichende Grundlage, um an der Zuverlässigkeit der Aktienkurse als Indikator für das langfristige Wertpotenzial börsenkotierter Gesellschaften zu zweifeln. Dieser Umstand führt dazu, dass Leitungsorgane börsenkotierter Gesellschaften dazu neigen können, sich ungebührend auf das Erzielen kurzfristiger Erträge zu fokussieren.

bb) Mögliche Massnahmen

503 Die Erkenntnisse zu den Ursachen legen den Schluss nahe, dass *es zwei grundlegende Ziele* von Massnahmen gegen kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt gibt. Zum einen können Reformvorschläge auf eine Reduktion übermässiger Abzinsung künftiger Erträge abzielen und auf diese Weise dazu beitragen, dass der Kapitalmarkt langfristige Erträge präziser bewertet. Zum anderen kann mit Reformen versucht werden, die Übertragung übermässiger Abzinsung von den Aktionären auf die Leitungsorgane der Gesellschaften zu verhindern.⁹⁷⁸

504 Es gibt zum einen Ansätze, die auf eine *Reduktion übermässiger Abzinsung künftiger Erträge* im Kapitalmarkt abzielen. Ein erster solcher Ansatz ist der Versuch, das Vertrauen der Aktionäre und Vermögensverwalter zu stärken, dass die Leitungsorgane imstande sind, langfristige Leistungsziele zu erreichen. Dazu müssen die Aktionäre die Vorzüge einer auf langfristige Ziele ausgerichteten Geschäftsstrategie erkennen. Daran anknüpfend zielt ein zweiter Ansatz darauf ab, Aktionäre mittels Transparenz zu den Nachteilen kurzfristiger Orientierung sowie mittels Erleichterung von Aktionärsengagement und kollektiven Handelns zu einer langfristigen Anlagestrategie zu bewegen.⁹⁷⁹ Dieser Ansatz knüpft an die Theorie von

⁹⁷⁸ Zum Ganzen siehe WILLEY, 223 ff.

⁹⁷⁹ Darüber hinaus könnten Aktionäre auch mit Vorzugsrechten für langfristige Beteiligungen dazu bewegt werden, langfristige Erträge genauer zu bewerten. Zum Gesagten siehe WILLEY, 73 ff., 225 ff., welche die Möglichkeit von Vorzugsrechten zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zwar zunächst darstellt, schliesslich aber

HIRSCHMAN zu Abwanderung, Widerspruch und Loyalität an.⁹⁸⁰ Ein dritter möglicher Ansatz knüpft an die Idee an, ein kontrollierender Aktionär könnte zur Reduktion kurzfristiger Orientierung beitragen.⁹⁸¹ Ein kontrollierender Aktionär könnte angesichts einer grossen Beteiligung und dem finanziellen Risiko einen Anreiz haben für eine wirksame Überwachung der Geschäftsleitung.⁹⁸² Die Auswirkungen grosser Aktionäre auf den Unternehmenswert sind indessen umstritten.⁹⁸³

Es gibt zum anderen verschiedene Ansätze, welche auf eine *Unterbindung der Übertragung des Kurzfristigkeitsdrucks* von den Aktionären auf die Gesellschaften abzielen. Ein erster solcher Ansatz ist es, die Leitungsorgane vor dem Einfluss der Aktionäre und Vermögensverwalter zu bewahren.⁹⁸⁴ Verfechter dieses Ansatzes behaupten, die langfristigen Kosten kurzfristiger Orientierung würden durch Aktionärsinterventionen und die Angst davor hervorgerufen. Es sei deshalb erstrebenswert, die Leitungsorgane abzuschirmen vom Einfluss der Aktionäre.⁹⁸⁵ Ein zweiter Ansatz, die Übertragung des Kurzfristigkeitsdrucks auf die Gesellschaften zu reduzieren, ist es, die Vergütung von Leitungsorganen an das Erreichen langfristiger Ziele zu knüpfen. Dem Ansatz liegt die Überzeugung zugrunde, vom Aktienkurs abhängige Vergütungen brächten Leitungsorgane dazu, sich auf Kosten langfristiger Wertsteigerung auf das Erzielen kurzfristiger Erträge zu konzentrieren.⁹⁸⁶ Langfristige Vergütungsanreize für Leitungsorgane und Vermögensverwalter

ohne Erklärung nicht als Mittel zur Reduktion übermässiger Abzinsung erwähnt. Zum Begriff Aktionärsengagement siehe vorne Rz. 218.

⁹⁸⁰ Zur Theorie von HIRSCHMAN siehe vorne Rz. 48.

⁹⁸¹ WILLEY, 228 ff.

⁹⁸² CHEFFINS, 360; vgl. SHLEIFER/VISHNY, Survey, 754.

⁹⁸³ Zu den Vorzügen grosser Aktionäre siehe DENT, 116 f., mit einer Übersicht und m.w.H.; vgl. SHLEIFER/VISHNY, Large Shareholders, 470 f., gemäss denen grosse Aktionäre zu wertsteigernden Übernahmen beitragen; a.M. LIN, 475 ff. m.w.H.

⁹⁸⁴ Zu diesem Ansatz siehe BAINBRIDGE, 1735 ff.; BRATTON/WACHTER, 653 ff.; LIP- TON/ROSENBLUM, 187 ff., mit dem Vorschlag fünfjähriger Amtsperioden für die Leitungsorgane; STOUT, *passim*; vgl. FOX/LORSCH, 56 f., mit dem Vorschlag, das Stimmrecht auf Aktien zu beschränken, deren Eigentümer seine Beteiligung länger als ein Jahr hält.

⁹⁸⁵ BAINBRIDGE, 1744 ff.; BRATTON/WACHTER, 653 f., 657 ff.; FOX/LORSCH, 49, 51; PORTER, Capital Choices, 4 ff.; STOUT, 63 ff.; a.M. BEBCHUK, 1639, 1643, 1684 ff., der m.H. auf empirische Untersuchungen darlegt, dass ein höheres Mass an Aktionärsengagement und dessen Förderung sowohl kurz- als auch langfristig vorteilhaft für Gesellschaften und ihre Aktionäre seien.

⁹⁸⁶ Vgl. DALLAS/BARRY, 557 f.

könnten zum Verfolgen einer nachhaltig wertsteigernden Geschäftsstrategie beitragen.⁹⁸⁷

3. Umfeld des Problems

- 506 Im Rahmen der Analyse des Problemumfelds wird untersucht, wie das Problem von der Öffentlichkeit, der Politik und der Wirtschaft beurteilt wird.⁹⁸⁸ Das ist wichtig, um die Akzeptanz von Konzepten, die sich des Problems annehmen, und somit deren *Wirksamkeit und Nachhaltigkeit* abschätzen zu können.
- 507 Die *Bedenken über die Folgen kurzfristiger Orientierung* im Kapitalmarkt beschäftigen auch die öffentliche Diskussion in der Schweiz schon seit geraumer Zeit.⁹⁸⁹ In jüngerer Vergangenheit haben sich Wirtschaftsverbände, Rechtswissenschaftler, Leitungsorgane börsenkotierter Gesellschaften und Investoren für die Förderung einer langfristigen Orientierung von Aktionären ausgesprochen.⁹⁹⁰ Stellvertretend für die Wahrnehmung des Problems in der Gesellschaft sei auf die parlamentarischen Beratungen im Rahmen der Aktienrechtsrevision verwiesen. Der Nationalrat sprach sich dreimal für die Einführung von Vorzugsrechten für langfristig beteiligte Aktionäre aus.⁹⁹¹ Als Grund für die Einführung solcher Vorzugsrechte wurde unter anderem die Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt genannt.⁹⁹² Zuletzt waren sich auch alle Fraktionen im Ständerat einig, dass Bedarf für eine vertiefte Abklärung des Themas bestehe.⁹⁹³ Die Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt wird deshalb auch in der Schweiz – je nach Auffassung – als regelungsbedürftiges Problem oder zumindest als abklärungsbedürftiges Phänomen wahrgenommen.
- 508 Die Rahmenbedingungen für eine Erörterung des Themas der Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt aus rechtspolitischer und rechtsdogmatischer Sicht sind günstig. Es besteht eine hinreichende *Sensibilität in der Öffentlichkeit* für das Thema. Es ist deshalb davon auszugehen, dass auch der Kapitalmarkt wirksamen und verhältnismässigen Konzepten, die auf eine Reduktion der kurzfristigen Orientierung abzie-

⁹⁸⁷ KAY, Final Report, 79 ff.

⁹⁸⁸ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 115.

⁹⁸⁹ Vgl. vorne Rz. 226 ff.

⁹⁹⁰ Siehe vorne Rz. 225 bei und in Fn. 411.

⁹⁹¹ Siehe vorne Rz. 227.

⁹⁹² Voten Gössi bzw. Markwalder, AmtlBull NR 2019, 2386; vgl. Votum Vogt, AmtlBull NR 2019, 2385.

⁹⁹³ Ansonsten wäre ein entsprechendes Kommissionspostulat nicht ohne Diskussion überwiesen worden. Siehe hierzu vorne Rz. 232.

len, nicht grundlegend abneigend gegenübersteht. Es besteht somit Potenzial, die Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt nachhaltig zu reduzieren.

4. Bisherige Massnahmen

Der Druck kurzfristig orientierter Aktionäre beschäftigt insbesondere die Politik schon seit geraumer Zeit.⁹⁹⁴ Es wurden in anderen Ländern bereits punktuell Massnahmen ergriffen, um das Problem anzugehen.⁹⁹⁵ Daraus lassen sich Erkenntnisse für die Entwicklung von wirksamen Konzepten im schweizerischen Recht herleiten. 509

Ausgehend von den *Rechtssubjekten*, die Zielgruppe⁹⁹⁶ der ergriffenen Massnahmen sind, kann unterschieden werden zwischen Massnahmen, die sich an die Aktionäre (a.), allfällige Intermediäre zwischen Aktionären und Gesellschaft (b.) oder an die Leitungsorgane von Gesellschaften (c.) richten. 510

a) Aktionäre als Zielgruppe

aa) Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre

Eine erste Gruppe von Massnahmen sind verschiedene *Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre*. Weit verbreitet ist die Idee der Gewährung von mehr Stimmrechten für langfristig beteiligte Aktionäre.⁹⁹⁷ Daneben gibt es auch Länder, welche die Bildung mehrerer Aktienkategorien mit unterschiedlichem Stimmgewicht erlaubt haben.⁹⁹⁸ Solche Massnahmen zielen darauf ab, langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern und zu begünstigen. Die Überlegung dahinter ist, 511

⁹⁹⁴ Siehe zur Diskussion in der Schweiz vorne Rz. 226 ff.; zur Diskussion im Ausland Rz. 229.

⁹⁹⁵ Für eine Übersicht siehe WILLEY, 269 ff., Anhang A.

⁹⁹⁶ Nicht aber zwingend Normadressaten.

⁹⁹⁷ Zur Diskussion in der Politik vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION, Grünbuch Langfristige Finanzierung, 18; HOC BUSINESS, INNOVATION AND SKILLS COMMITTEE, 52 f. Zur Diskussion in der Lehre vgl. BARTON, 91; BELINFANTI, 834; LIPTON/LORSCH/MIRVIS, 2; ROCK, 903 f.

⁹⁹⁸ Wobei diese im Vergleich zu den zusätzlichen Stimmrechten für langfristig beteiligte Aktionäre nicht an die Haltedauer anknüpfen, sondern unabhängig davon einer bestimmten Gruppe von Aktionären, wie z.B. den Gründern, gewährt werden. Zu den Unterschieden zwischen Mehrstimmrechtsaktien und Vorzugsstimmrechten für langfristig beteiligte Aktionäre siehe DALLAS/BARRY, 549 f.; vgl. Grosskomm AktG/DE-MOCK, § 12, N 68 («Sonderform der Mehrstimmrechtsaktien»).

dass langfristig beteiligte Aktionäre ihre Rechte, sei es das Stimmrecht oder das Veräusserungsrecht, mit geringerer Wahrscheinlichkeit zur blossen Steigerung ihres eigenen kurzfristigen Nutzens ausüben.⁹⁹⁹ Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre sind ein Versuch zur Förderung und Begünstigung der Aktionärsloyalität, indem sie Anreize schaffen sollen, dass die Aktionäre ihre eigenen kurzfristigen Interessen zurückstellen und die Interessen der Gesellschaft wahren.¹⁰⁰⁰ Die Wirksamkeit solcher Massnahmen ist indessen umstritten.¹⁰⁰¹

bb) Anpassung der Regeln zur Ad-hoc-Publizität und zur Geschäftsberichterstattung

- 512 Eine zweite Gruppe von Massnahmen sind Reformen der Regeln zur *Ad-hoc-Publizität* und zur *Geschäftsberichterstattung* in Bezug auf deren Inhalt und deren Regelmässigkeit.¹⁰⁰² Die Massnahmen knüpfen an die Bedenken an, der Inhalt der Kapitalmarktpublizität sei zu stark auf kurzfristige finanzielle Ziele ausgerichtet und der Druck der periodischen Geschäftsberichterstattung würde sich suboptimal auf die Gesellschaften auswirken.¹⁰⁰³ Ein Beispiel für entsprechende Massnahmen ist die Abschaffung des Obligatoriums zur Quartalsberichterstattung durch die EU im Jahre 2015 und durch Grossbritannien im Jahre 2014.¹⁰⁰⁴ Solche Massnahmen könnten einerseits theoretisch einen Beitrag zur längerfristigen Orientierung der Aktionäre leisten, indem diese ihre Investitionsentscheide auf längerfristige Berichtsperioden stützen.¹⁰⁰⁵ Andererseits könnten sie auch kontraproduktiv sein,

⁹⁹⁹ Vgl. BELINFANTI, 834; WILLEY, 235; ferner QUIMBY, 400 f.

¹⁰⁰⁰ Zum Begriff Aktionärsloyalität siehe vorne Rz. 192 ff.

¹⁰⁰¹ WILLEY, 236 f. Jüngere Untersuchungen zur Wirksamkeit der Loi Florange im französischen Recht lassen eher vermuten, dass Mehrstimmrechte für langfristig beteiligte Aktionäre nicht geeignet sind für die Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen (BECHT/KAMISARENKA/PAJUSTE, 12; BOURVEAU/BROCHET/GAREL, 6). Die Unternehmenspraxis liefert aber anekdotische Beweise zur Wirksamkeit höherer Dividenden für langfristig beteiligte Aktionäre (BURCKHARDT, Loyalitätsaktien, 381 f.).

¹⁰⁰² Zu den Regeln in der Schweiz siehe vorne Rz. 234.

¹⁰⁰³ Zu diesen Bedenken siehe vorne Rz. 233 f.

¹⁰⁰⁴ EUROPÄISCHES PARLAMENT/EUROPÄISCHER RAT, ABl. L 294 vom 06.11.2013, 13, E. 4; The Financial Services and Markets Act 2000 (Transparency) Regulations 2014, SI 2014 No. 1261. Zur Pflicht zur Stellungnahme zu den wichtigsten Faktoren, welche die künftige Entwicklung, Leistung und Position des Unternehmens beeinflussen können, vgl. UK Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors' Report) Regulations 2013, SI 2013 No. 1970, 3.

¹⁰⁰⁵ Sie dürften indessen die Übertragung kurzfristiger Orientierung der Aktionäre auf die Leitungsorgane kaum unterbinden können.

weil dem Kapitalmarkt dadurch insgesamt weniger Informationen zur Verfügung gestellt werden.¹⁰⁰⁶ Auf diese Weise wird die Bewertung künftiger Erträge insgesamt schwieriger. Damit steigt auch das Risiko von Fehlbewertungen. Jedenfalls ist die Wirksamkeit von Massnahmen hinsichtlich der Kapitalmarktpublizität umstritten, zumal sie die Quartalsberichterstattung auf freiwilliger Basis nicht zu unterbinden vermögen.¹⁰⁰⁷

cc) Verstärkung der Kommunikation zwischen Aktionären und Gesellschaft

Eine dritte Gruppe von Reformen zielt auf eine Verstärkung der Kommunikation 513 zwischen Aktionären und Gesellschaft ab. Diese Reformen sollen dazu beitragen, die übermäßige Abzinsung künftiger Erträge zu reduzieren, indem die Aktionäre besser mit Informationen versorgt werden.¹⁰⁰⁸ Mit einer *strategischen Berichterstattung*, die es den Aktionären erlaubt, neben dem gegenwärtigen auch das künftige Wertschöpfungspotenzial des Unternehmens zu beurteilen, kann der Anlagehorizont der Aktionäre verlängert werden.¹⁰⁰⁹ Es ist allerdings unklar, ob solche Reformen das gesetzte Ziel erreichen, zumal damit keine Verpflichtung der Gesellschaft zur Information über langfristige Geschäftsziele verbunden ist. Immerhin sind sie potenziell dazu geeignet, den Aufwand und damit verbunden die Kosten der Aktionäre zur Beaufsichtigung der Leitungsorgane in Bezug auf langfristige Geschäftsziele zu reduzieren und die Bewertung langfristiger Investitionen zu erleichtern.¹⁰¹⁰

¹⁰⁰⁶ Vgl. PORTER, Capital Choices, 12.

¹⁰⁰⁷ WILLEY, 238 ff.

¹⁰⁰⁸ Als Beispiel für eine gesetzliche Massnahme siehe EUROPÄISCHES PARLAMENT/EUROPÄISCHER RAT, ABl. L 132 vom 20.05.2017, 13 ff. Art. 3a und 3b zielen darauf ab, dass Gesellschaften die Identität ihrer Aktionäre kennen und der Informationsfluss zwischen Gesellschaft und Aktionären verbessert wird. Als Beispiel für eine Soft-Law-Regelung siehe das britische Konzept des Investor Forums, <<https://perma.cc/4Z9U-2T8T>> (abgerufen am 11.01.2023), das als Intermediär zwischen Aktionären und Gesellschaft bzw. Leitungsorganen auf eine Verbesserung der Kommunikation abzielt. Zum Begriff Soft Law siehe SENDEN, 112, die Soft Law als Verhaltensregeln definiert, denen keine rechtlich bindende Wirkung zugeschrieben ist, die aber gleichwohl gewisse (indirekte) Rechtswirkungen und praktische Auswirkungen haben können.

¹⁰⁰⁹ Zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2015/16, 33532, Nr. 51, 39; zu den Vorzügen der Offenlegung von zukunftsorientierten Unternehmensinformationen siehe ECCLES/WEIBEL, 711 ff. Zur kapitalmarkteffizienzsteigernden Wirkung der Nachhaltigkeitsberichterstattung, die teilweise auch solche Informationen umfasst, vgl. VON DER CRONE/HOCH, 43.

¹⁰¹⁰ Zum Gesagten siehe WILLEY, 240 f.

dd) Indexierung langfristig orientierter Gesellschaften

- 514 Eine weitere Massnahme zur Reduktion exzessiver Abzinsung künftiger Erträge ist die *Indexierung langfristig orientierter Gesellschaften*. Der «*Long-Term Value Creation*»-Index (LCTV) der Ratingagentur S&P enthält rund 250 börsennotierte Gesellschaften, die eine langfristige Geschäftsstrategie verfolgen und in der Vergangenheit solide Finanzkennzahlen präsentieren konnten.¹⁰¹¹ Aktionäre von Gesellschaften, die auf diesem Index aufgeführt sind, neigen mutmasslich weniger zu einer exzessiven Abzinsung künftiger Erträge. Jedoch ist die Wirksamkeit der Initiative fraglich, weil sie unter weltweit grossen Investoren nicht durchwegs Unterstützung gefunden hat.¹⁰¹²

ee) Zwischenfazit

- 515 Keine der bisherigen Massnahmen, die auf die Aktionäre abzielen, unterbindet die Übertragung des Kurzfristigkeitsdrucks von den Aktionären auf die Gesellschaften. Einige der Massnahmen könnten geeignet sein, die übermässige Abzinsung künftiger Erträge zu reduzieren, indem sie die Unsicherheit betreffend die künftige Leistungsentwicklung der Gesellschaft verringern oder das Verhalten der Aktionäre auf eine längerfristige Orientierung ausrichten. Die Abschaffung einer Verpflichtung zur Quartalsberichterstattung und die Vorschriften zur strategischen Berichterstattung könnten den Druck im Kapitalmarkt reduzieren.¹⁰¹³
- 516 Zur Förderung einer langfristigen Orientierung von Aktionären dürfte es aber wirksamer sein, ihnen – zusätzlich zur Erhöhung der Transparenz zur langfristigen Geschäftsstrategie – Vorzugsrechte für eine langfristige Beteiligung in Aussicht zu stellen. Kurzfristige Erträge lassen sich besser voraussehen als langfristige. Wird dem Aktionär zusätzlich zu einem unsicheren langfristigen Ertrag ein Vorzugsrecht in Aussicht gestellt, könnte das – je nach Umfang und Ausgestaltung – die Interessenabwägung des Aktionärs zugunsten einer längerfristigen Perspektive beeinflussen.

¹⁰¹¹ WILLEY, 94 f.

¹⁰¹² Zum Gesagten siehe WILLEY, 242 f.

¹⁰¹³ Zum Gesagten siehe WILLEY, 243.

b) Intermediäre als Zielgruppe

aa) Verhaltensrichtlinien und Transparenzvorschriften

Es wurde mit *Richtlinien und Leitprinzipien* versucht, Marktteilnehmer zu einem erwünschten Verhalten zu veranlassen und dabei die Einhaltung der Richtlinien offenzulegen. Das Ziel solcher Leitprinzipien besteht darin, die Verantwortlichkeit von Intermediären, die das Geld anderer Personen anlegen, mit der Fokussierung auf langfristige Erträge zu fördern. In eine ähnliche Richtung gehen Bekennnisse von Intermediären, sich im Rahmen ihrer Anlagestrategie stärker an der langfristigen und nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts zu orientieren.¹⁰¹⁴ 517

Neben diesen Soft-Law-Ansätzen verpflichtet die *EU-Aktionärsrechterichtlinie* institutionelle Investoren und deren Vermögensverwalter zu mehr Transparenz bezüglich des Anlageverhaltens. Institutionelle Investoren sind verpflichtet, offenzulegen, inwieweit sie mit ihrer Anlagestrategie einen Beitrag zur langfristigen Wertsteigerung ihrer Vermögenswerte beitragen.¹⁰¹⁵ Die Vermögensverwalter der institutionellen Investoren sind verpflichtet, ihnen gegenüber offenzulegen, wie die Anlagestrategie und deren Umsetzung zur mittel- bis langfristigen Wertentwicklung ihrer Vermögenswerte beiträgt.¹⁰¹⁶ 518

Verhaltensrichtlinien und Transparenzregeln für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter dürften für sich gesehen *keine wesentliche Reduktion kurzfristiger Orientierung* zur Folge haben. Sie unterbinden die Übertragung des Kurzfristigkeitsdrucks von den Aktionären auf die Leitungsorgane nicht. Vielmehr versuchen sie, die übermäßige Abzinsung künftiger Erträge durch eine Steuerung des Verhaltens der Aktionäre zu reduzieren. Ein solcher Ansatz ist vermutlich erst wirksam, wenn zugleich die Unsicherheit betreffend die künftige Leistungsentwicklung der Gesellschaft reduziert werden kann. Aktionäre und Intermediäre scheinen langfristige zukünftige Erträge gerade deshalb exzessiv zu diskontieren, weil sie sich nicht hinreichend darauf verlassen können, dass die Leitungsorgane von Gesellschaften langfristige Ergebnisse erzielen. Damit Verhaltensrichtlinien 519

¹⁰¹⁴ Siehe z.B. die offenen Briefe des CEOs von Blackrock Inc., dem weltweit grössten unabhängigen Vermögensverwalter, in den Jahren 2020, 2019 und 2018: FINK, Reshaping of Finance; FINK, Purpose & Profit; FINK, Sense of Purpose.

¹⁰¹⁵ Art. 3h EU-Aktionärsrechterichtlinie.

¹⁰¹⁶ Art. 3i EU-Aktionärsrechterichtlinie.

und Transparenzregeln für Intermediäre Wirkung entfalten können, müssten die Gesellschaften im Rahmen der Geschäftsberichterstattung einen Schwerpunkt auf langfristige Erträge legen.¹⁰¹⁷

bb) Langfristige Vergütungsanreize

- 520 Es gibt Massnahmen, die darauf abzielen, im Rahmen der *Vergütungsstruktur von Intermediären* Anreize für langfristiges Investieren zu schaffen. Diese Vorschläge knüpfen an die Bedenken an, Vermögensverwalter hätten keinen Anreiz für langfristige Investitionen, weil Vergütungsstrukturen oft auf der vierteljährlichen Bewertung der Leistung der verwalteten Vermögenswerte basierten.¹⁰¹⁸ Entsprechende Bestrebungen vonseiten der Finanzindustrie basierten primär auf Transparenzregeln zur Vergütungsstruktur der Intermediäre statt auf Richtlinien zur Vergütungsstruktur selbst.¹⁰¹⁹
- 521 Transparenzvorschriften betreffend die Vergütungsstruktur von Vermögensverwaltern dürften für sich gesehen ebenfalls *keine Reduktion kurzfristiger Orientierung* zur Folge haben. Mehr Transparenz mag den Aktionären bei der Beurteilung helfen, ob die Vermögensverwalter ihre Interessen wahren. Es gibt aber keine Anhaltspunkte, dass sie zu einer Ausrichtung der Vergütungsstruktur auf langfristige Portfolios beitragen. Verlangen die Aktionäre kurzfristige Erträge, so dürfte dieser Druck sich in einer auf kurzfristige Anreize ausgerichteten Vergütungsstruktur der Vermögensverwalter niederschlagen. Für eine wirksame Ausrichtung der Anlagepolitik auf langfristige Erträge bedürfte es verbindlicher Regeln.¹⁰²⁰ Diese gibt es beispielsweise für die Verwaltung von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren auf Ebene der EU.¹⁰²¹

cc) Regeln zur Stimmrechtsvertretung

- 522 Die EU und einige Länder haben versucht, das Mass kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt mittels Transparenzvorschriften und Einschränkung bestimmter For-

¹⁰¹⁷ Zum Ganzen siehe WILLEY, 245.

¹⁰¹⁸ Zum Gesagten siehe ASPEN INSTITUTE, 5; KAY, Final Report, 80 f.

¹⁰¹⁹ DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION AND SKILLS, 40 f. m.H. darauf, das *Stewardship Disclosure Framework* der NAPF rege an, dass Vermögensverwalter ihren Kunden gegenüber offenlegen, inwieweit ihr Vergütungssystem von der langfristigen Portfolioleistung abhängt.

¹⁰²⁰ Zum Gesagten siehe WILLEY, 246.

¹⁰²¹ Siehe Art. 14a f. OGAW-Richtlinie.

men der *Stimmrechtsvertretung* zu reduzieren.¹⁰²² Ausgangspunkt dieser Massnahmen sind die Bedenken, Stimmrechtsvertreter seien bei der Ausübung des Stimmrechts zu stark fokussiert auf kurzfristige Erträge. Dadurch würden die langfristigen Interessen der Aktionäre nicht gewahrt.¹⁰²³ Für diese Annahme gibt es indes keine Beweise. Selbst wenn die Annahme richtig wäre, dass die Stimmrechtsvertretung zur kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt beitrage, zielen die Transparenzvorschriften und Einschränkungen eher darauf ab, die Aktionäre selbst zur Ausübung des Stimmrechts zu bewegen oder zumindest stärker in die Stimmrechtsausübung durch einen Stimmrechtsvertreter einzubinden. Ein wirksames Mittel gegen die übermässige Abzinsung künftiger Erträge sind solche Massnahmen aber nicht, zumal sie letztlich nicht sicherstellen, dass die Aktionäre selbst sich dadurch weniger kurzfristig verhalten.¹⁰²⁴

dd) Zwischenfazit

Die meisten bisherigen Massnahmen, die auf die Intermediäre abzielen, dürften 523 kaum einen Einfluss auf die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt haben. Die Soft-Law-Regeln zum Verhalten, zur Transparenz und zur Vergütung von Intermediären sowie zur Stimmrechtsvertretung haben entweder nicht zum Ziel, das eigentliche Problem – die kurzfristige Orientierung der Aktionäre selbst – zu lösen oder sind mangels Verbindlichkeit nicht dazu geeignet. Verbindliche Vorschriften zur Vergütungspolitik von Vermögensverwaltern könnten eher geeignet sein, das Mass kurzfristiger Orientierung der Vermögensverwalter und mittelbar auch der Aktionäre zu reduzieren.¹⁰²⁵ Angesichts des unklaren empirischen Zusammenhangs zwischen der Tätigkeit von Intermediären und nachteiliger kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt ist es aber zweifelhaft, ob eine generelle Regulierung der Vergütungspolitik verhältnismässig wäre.¹⁰²⁶

¹⁰²² Zu den Transparenzvorschriften betr. Stimmrechtsausübung im Vereinigten Königreich siehe FRC LTD., UK Stewardship Code 2020, 21 f.; zu den entsprechenden Vorschriften der EU siehe Art. 3c Richtlinie (EU) 2017/828. Zum Verbot der Organ- und Depotstimmrechtsvertretung siehe Art. 95 Abs. 3 lit. a BV *in fine* bzw. Art. 11 VegüV und Art. 689b Abs. 2 OR.

¹⁰²³ Zum Gesagten siehe WILLEY, 108.

¹⁰²⁴ Zum Ganzen siehe WILLEY, 247 ff. Die Autorin geht ausserdem auf die Regulierung von Stimmrechtsberatung als Mittel gegen die kurzfristige Orientierung ein. Weil dieser Zusammenhang aber äusserst vage ist, wird an dieser Stelle nicht darauf eingegangen.

¹⁰²⁵ WILLEY, 249 f.

¹⁰²⁶ Für ein Beispiel einer Regulierung beschränkt auf die Gesellschaften zur Verwaltung von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren auf Ebene der EU siehe vorne Rz. 521.

c) Leitungorgane als Zielgruppe

aa) Vergütung der Leitungorgane

- 524 Es gibt Reformen, die darauf abzielen, die langfristige Orientierung von Gesellschaften durch eine auf langfristige Anreize ausgerichtete Vergütungsstruktur der Leitungorgane zu fördern.¹⁰²⁷ Gesetzliche Vorschriften konzentrieren sich darauf, die Gesellschaften zu mehr *Transparenz zur Vergütungspolitik* zu verpflichten, und geben den Aktionären ein Mitbestimmungsrecht. Gemäss einigen nationalen Vorschriften und der EU-Aktionärsrechterichtlinie müssen Gesellschaften ihren Aktionären gegenüber die Vergütungen der Leitungorgane offenlegen sowie darlegen, inwieweit diese mit der langfristigen Leistungserzielung der Gesellschaft verknüpft sind, und die Aktionäre darüber abstimmen lassen.¹⁰²⁸ Soft-Law-Regeln versuchen mittels Richtlinien Anreize zu setzen, dass Gesellschaften die Vergütungen mit dem Erreichen langfristiger Ziele verknüpfen.¹⁰²⁹
- 525 Massnahmen zur Erhöhung der Transparenz in Bezug auf die Vergütungspolitik dürften die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt höchstens punktuell reduzieren. Sie isolieren die Leitungorgane weder von allfälligen kurzfristigen Interessen der Aktionäre noch beeinflussen sie das Verhalten der Aktionäre im Sinne langfris-

¹⁰²⁷ Nicht Gegenstand der vorliegenden Darstellung sind Massnahmen, die sich gegen exzessive Managementvergütungen richten, dabei aber nicht spezifisch auf langfristige Anreize setzen. Das Problem exzessiver Vergütung ist ebenfalls Gegenstand breiter Diskussionen (siehe hierzu KAY, Final Report, 77; WILLEY, 250 f.).

¹⁰²⁸ Siehe z.B. im Vereinigten Königreich: The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013, SI 2013 No. 1981; USA: Section 14(i) Securities Exchange Act of 1934; EU: Art. 9b Richtlinie (EU) 2017/828; vgl. weitergehend Art. 9a Richtlinie (EU) 2017/828, mit der Auflage, dass die Vergütungspolitik die langfristigen Interessen der Gesellschaft förderte; weniger weitgehend CH: Art. 95a Abs. 3 lit. a BV, Art. 11 ff. VegüV, gemäss denen der Vergütungsbericht keine Angaben zum Zusammenhang mit der langfristigen Leistungserzielung der Gesellschaft enthalten müsse. Letztere gelten deshalb auch nicht als Massnahme gegen kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt (WILLEY, 118). Vgl. aber Art. 717 Abs. 1^{bis} VE-OR 2014 betreffend die Verpflichtung des Verwaltungsrats, dafür zu sorgen, dass die Vergütungen im Einklang mit dem dauernden Gedeihen des Unternehmens stehen. Die Bestimmung fand nicht Eingang in den Entwurf (vgl. E-OR 2016, BBI 2017, 718).

¹⁰²⁹ Siehe z.B. die Corporate-Governance-Richtlinien in AU: ASX CORPORATE GOVERNANCE COUNCIL, 31; in CH: ECONOMIESUISSE, Swiss Code 2016, 19; in NE: MONITORING COMMITTEE CORPORATE GOVERNANCE CODE, Ziff. 3.1; in NO: THE NORWEGIAN CORPORATE GOVERNANCE BOARD, 47 f.; und SG: MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE, Principle 1, Guideline 5.2 und 8.1.

tiger Orientierung. Sie könnten theoretisch verhindern, dass allfällige kurzfristige Interessen der Aktionäre auf die Leitungsorgane und die Gesellschaft übertragen werden. Die bisherigen Massnahmen – seien es gesetzliche Vorschriften oder Soft-Law-Regeln – empfehlen jedoch mehrheitlich nur, die Vergütungen an das Erreichen langfristiger Ziele zu knüpfen, und machen keine diesbezüglichen inhaltlichen Vorschriften. Erwarten die Aktionäre kurzfristig hohe Erträge, dürften sich Gesellschaften und Leitungsorgane diesem Druck beugen müssen, um den Bedürfnissen des Kapitalmarkts nachzukommen. Es ist deshalb nicht wahrscheinlich, dass blosser Empfehlungen zur Vergütungspolitik die Übertragung des Drucks kurzfristiger Orientierung von den Aktionären auf die Gesellschaft unterbinden.¹⁰³⁰

bb) Gesetzliche Pflichten und Best-Practice-Empfehlungen

Schliesslich gibt es Initiativen und Reformen, welche die Leitungsorgane börsenkotierter Gesellschaften dazu anhalten, eine *langfristige Geschäftsstrategie* zu verfolgen. Zum einen gibt es Reformen und Reformbestrebungen, die auf eine Ergänzung der gesetzlichen Pflichten der Leitungsorgane abzielen. Die Leitungsorgane könnten verpflichtet werden, ihre Aufgaben unter Berücksichtigung des dauernden Gedeihens des Unternehmens zu erfüllen.¹⁰³¹ Zum anderen gibt es private Initiativen, sog. Best-Practice-Empfehlungen, die den Leitungsorganen nahelegen, sich bei der Aufgabenerfüllung vom Ziel der nachhaltigen Unternehmensentwicklung leiten zu lassen.¹⁰³²

Verpflichtungen zur Verfolgung einer langfristigen Geschäftsstrategie oder entsprechende Empfehlungen reduzieren die kurzfristige Orientierung im Kapital-

¹⁰³⁰ Zum Ganzen vgl. WILLEY, 251 ff., die es demgegenüber für möglich hält, dass mehr Transparenz betreffend die Vergütungspolitik zum Abbau der Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Leistungsentwicklung beiträgt. Ohne eine konkrete Verpflichtung, Vergütungen an langfristige Erträge zu knüpfen, dürfte der Einfluss jedoch gering bleiben.

¹⁰³¹ Siehe z.B. Section 172 UK Companies Act 2006, gemäss dem die Leitungsorgane bei der Aufgabenerfüllung die langfristigen Auswirkungen ihrer Entscheidungen berücksichtigen müssen; Art. 717 Abs. 1^{bis} VE-OR 2014, gemäss dem der Verwaltungsrat verpflichtet gewesen wäre, dafür zu sorgen, dass insbesondere, aber nicht ausschliesslich, die Vergütungen im Einklang mit dem dauernden Gedeihen des Unternehmens stehen. Die Bestimmung wurde aber nicht in den Entwurf aufgenommen (siehe vorne Fn. 1028).

¹⁰³² Siehe z.B. KAY, Final Report, 58; ECONOMIESUISSE, Swiss Code 2016, 9; WILLEY, 121 ff. m.w.H.; vgl. stellvertretend für die Appelle grosser Investoren vorne Fn. 1014.

markt ebenfalls nur punktuell. Sie unterbinden die Übertragung des Kurzfristigkeitsdrucks von den Aktionären auf die Gesellschaft und deren Organe nicht. Stärken die Massnahmen das Vertrauen der Aktionäre, dass die Leitungsorgane aufgrund der Vorschriften oder Empfehlungen tatsächlich langfristig Erträge erzielen, können sie dazu beitragen, dass die Aktionäre langfristige Erträge weniger stark abzinsen. Erstellen die Leitungsorgane hingegen nicht zusätzlich Bericht über die strategischen Ziele und den Grad der Zielerreichung, dürften aber auch diese Massnahmen wenig zur Reduktion kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt beitragen.¹⁰³³

cc) **Zwischenfazit**

- 528 Die bisherigen Massnahmen zur Reduktion kurzfristiger Orientierung, die sich an die Leitungsorgane richten, dürften ihr Ziel für sich gesehen nicht erreichen. Empfehlungen und mehr Transparenz bezüglich der Vergütungspolitik mögen dazu beitragen, übermässige Vergütungen zu verhindern. Gibt es keine Vorgaben über die Verknüpfung der Vergütungen mit dem Erreichen langfristiger Ziele, dürften sie allerdings kaum zur Reduktion kurzfristiger Orientierung der Leitungsorgane beitragen. Selbst wenn die Leitungsorgane per Gesetz zur Verfolgung einer nachhaltigen Geschäftsstrategie verpflichtet werden oder selbst wenn Transparenzvorschriften dazu beitragen, dass die Leitungsorgane vermehrt langfristige Geschäftsziele verfolgen, hat dies keinen unmittelbaren Einfluss auf die allfällig kurzfristige Orientierung der Aktionäre. Massnahmen, die sich an den Leitungsorganen orientieren, könnten allenfalls ein wirksames Mittel gegen Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt sein, wenn gleichzeitig die strategische Berichterstattung über langfristige Investitionen und Ziele gegenüber den Aktionären verstärkt wird.

d) **Erkenntnisse**

- 529 Eine Übersicht über die bisher getroffenen Massnahmen gegen übermässige Abzinsung künftiger Erträge in der Schweiz und im Ausland zeigt, welche Konzepte erwägenswert sind.
- 530 Erwägenswert sind Konzepte, die darauf abzielen, das übermässige Abzinsen künftiger Erträge durch Aktionäre zu reduzieren, und somit die *Ursache des Problems* kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt angehen. Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre könnten dazu beitragen, dass die Aktionäre vermehrt eine langfristige Anlagestrategie verfolgen. Zugleich könnte mit einer *verbesserten*

¹⁰³³ Zum Ganzen siehe WILLEY, 253 f.

Berichterstattung in Bezug auf zukunftsorientierte Unternehmensinformationen das Vertrauen der Aktionäre und Vermögensverwalter in die langfristige Zielerreichung gestärkt werden. Solche Massnahmen würden an die Ursache des Problems anknüpfen. Sie könnten somit einen nachhaltigen Beitrag zur Reduktion kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt leisten.

Massnahmen, die versuchen, die Übertragung kurzfristiger Gewinnerwartungen der Aktionäre auf die Gesellschaft zu verhindern, sind nicht geeignet zur Reduktion kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt. Sie zielen auf die *Symptome des Problems* ab und nicht auf dessen Ursache. Das Abschirmen der Leitungsorgane vor den Aktionären oder mehr Transparenz und Vorgaben hinsichtlich der Vergütungspolitik zielen darauf ab, die Reaktion der Leitungsorgane auf den Druck des Kapitalmarkts zu reduzieren. Die übermässige Abzinsung künftiger Erträge durch die Aktionäre wird durch sie nicht tangiert. Es werden höchstens deren Auswirkungen reduziert, sofern sie dazu beitragen, dass die Leitungsorgane trotz allfälliger kurzfristiger Gewinnerwartungen der Aktionäre langfristige Geschäftsziele verfolgen. Massnahmen, die versuchen, die Übertragung kurzfristiger Gewinnerwartungen der Aktionäre auf die Gesellschaft zu reduzieren, dienen mithin lediglich der Symptom- und nicht der Ursachenbekämpfung. Hinzu kommt, dass ohnehin kaum eine der dargestellten Massnahmen die Übertragung des Kurzfristigkeitsdrucks unterbindet oder reduziert.¹⁰³⁴

Es gibt – abgesehen vom grundlegenden Vorbehalt betreffend die Wirksamkeit – weitere gewichtige Bedenken gegenüber dem Abschirmen der Leitungsorgane einer Gesellschaft. Eine Stärkung der Autonomie der Leitungsorgane würde die *Agenturprobleme* vergrössern.¹⁰³⁵ Die Aktionäre als Eigentümer und Auftraggeber hätten weniger Macht, das Verhalten der Leitungsorgane und Auftragnehmer zu überwachen und darauf Einfluss zu nehmen. Das könnte sich nachteilig auf den Unternehmenserfolg auswirken. Zudem würde das Abschirmen der Leitungsorgane deren Verantwortlichkeit gegenüber den Aktionären als Eigentümer der Gesellschaft infrage stellen. Entsprechende Massnahmen haben in der Wissenschaft zwar einige Fürsprecher. Deren kurz- und langfristigen Vorzüge sind aber nicht empirisch nachgewiesen.

¹⁰³⁴ Eine Ausnahme sind die verbindlichen Vorschriften zur Vergütungspolitik im Bereich der Verwaltung von Organismen für gemeinsame Anlagen auf EU-Ebene (vgl. hierzu vorne Rz. 202). Für eine Übersicht siehe WILLEY, 276 ff.

¹⁰³⁵ Zu den Agenturproblemen zunächst BERLE, *Corporate Powers*, 1049 ff., und BERLE, *Trustees*, 1365 ff.; dann umfassend BERLE/MEANS; mit einer Übersicht ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, 29 ff.

533 Zur Reduktion des Übermasses an Abzinsung künftiger Erträge ist ein *sanfter regulatorischer Eingriff* angezeigt. Trotz vieler Vorschläge wurden insgesamt nur wenige Massnahmen gegen kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt umgesetzt. Die meisten ergriffenen Massnahmen sind zudem freiwillig oder basieren auf mehr Transparenz, statt ein bestimmtes Verhalten vorzuschreiben oder zu beschränken. Sie sind somit nur eingeschränkt wirksam.¹⁰³⁶ Es ist angesichts der uneinheitlichen empirischen Erkenntnisse angemessen, Massnahmen gegen kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt auf das Setzen von Anreizen für langfristige Anlagestrategien zu beschränken. Gesetzliche Vorschriften oder Verbote sind erst verhältnismässig, wenn die mit einem Handlungsverzicht verbundenen Schäden festgestellt und erheblich sind.¹⁰³⁷

5. Dynamik und Dauerhaftigkeit

- 534 Im Rahmen der Analyse des Problems wird auch untersucht, ob eine Entwicklung erkennbar ist und ob das Problem dauerhafter oder vorübergehender Natur ist.¹⁰³⁸ Damit lässt sich die *Tragweite des Problems in zeitlicher Hinsicht* erfassen.
- 535 Die bisherigen Diskussionen zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt haben gezeigt, dass die kurzfristige Orientierung ein dauerhaftes und sich entwickelndes Phänomen ist. In den 1970er- und 1980er-Jahren waren es Bedenken zu den nachteiligen Auswirkungen feindlicher Übernahmen in den USA, welche die Diskussion prägten. So wurde vorgebracht, *feindliche Übernahmen* durch kurzfristige Investoren würden der Wirtschaft und mithin der sozialen Wohlfahrt schaden, indem sie eine langfristige Unternehmensplanung erschwerten.¹⁰³⁹ In den 1990er-Jahren trugen die Befürchtungen nachteiliger Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der

¹⁰³⁶ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 528.

¹⁰³⁷ Zum Gesagten vgl. auch WILLEY, 254 ff., deren Erkenntnisse allerdings auf einer weniger umfassenden empirischen Grundlage gründen. Sie nennt das Verbot von Insiderhandel als Beispiel für eine gerechtfertigte gesetzliche Regulierung. Dabei wird übersehen, dass auch der Nutzen einer Regulierung von Insiderhandel und Marktmissbrauch nicht abschliessend geklärt ist. Immerhin wird überwiegend davon ausgegangen, dass der Nutzen der Regulierung deren Kosten überwiegt (siehe hierzu BSK FinfraG-MAURENBRECHER/HANSLIN, Vor Art. 142 f., 8 ff.). Das Verbot von Insiderhandel und Marktmissbrauch ist deshalb kein geeignetes Beispiel für ein Problem, das ohne Weiteres eine gesetzliche Regulierung rechtfertigt.

¹⁰³⁸ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 115.

¹⁰³⁹ Grundlegend zu diesen Bedenken LIPTON, 101 ff., insb. 104, 109 f.; a.M. EASTERBROOK/FISCHEL, Tender Offer, 1183 ff., auch mit jeweils ablehnender Stellungnahme zu weiteren verbreiteten Argumenten gegen den Nutzen von Übernahmen.

US-amerikanischen Wirtschaft zur Kritik an der kurzfristigen Orientierung des Kapitalmarkts bei.¹⁰⁴⁰

Nach der Jahrtausendwende wurden die Befürchtungen bezüglich nachteiliger 536
Auswirkungen kurzfristiger Orientierung mit *zunehmender Intermediation* grö-
ser.¹⁰⁴¹ Die Sorge war, dass die kurzfristigen Interessen institutioneller Investoren
und Vermögensverwalter den Kapitalmarkt beherrschen und dabei die – potenziell
langfristigen – Interessen der Aktionäre missachten würden. Das verstärkte das
Agenturproblem zwischen den Aktionären und Leitungsorganen von Gesellschaften.¹⁰⁴²
Schliesslich wurden die nach der Dotcom-Krise um die Jahrtausendwende
aufgedeckten Buchhaltungsskandale grosser börsenkotierter Unternehmen mit der
Fokussierung auf kurzfristige Erwartungen des Kapitalmarkts in Verbindung ge-
bracht.¹⁰⁴³ Auch vor der Finanzkrise 2007 war die Fokussierung auf kurzfristige
Erträge bei Gesellschaften sehr hoch.¹⁰⁴⁴ Die kurzfristige Orientierung des Kapital-
markts wurde im Nachgang denn auch als einer der Treiber der Krise gesehen.¹⁰⁴⁵

Nach der Finanzkrise 2007 wurde weltweit über Reformen im Zusammenhang mit 537
der kurzfristigen Orientierung der Kapitalmärkte diskutiert. Es wurde die Frage
aufgeworfen, ob die Krise auf ein grundlegendes Versagen der Kapitalmärkte zu-
rückzuführen sei.¹⁰⁴⁶ In den USA, im Vereinigten Königreich und in der EU führte
dies zu *Reformbestrebungen*, die – zumindest teilweise – auch eine Reduktion

¹⁰⁴⁰ JACOBS, 7 f.; PORTER, *Capital Disadvantage*, 67 f., 73, mit dem Nachweis geringerer
Investitionsraten US-amerikanischer Unternehmen im Vergleich zu deutschen und
japanischen Unternehmen. Er führt diesen Umstand auf die stärkere Fokussierung des
US-amerikanischen Kapitalmarkts auf kurzfristige Erträge zurück.

¹⁰⁴¹ Vgl. RAPPAPORT, *Saving Capitalism*, 11, mit der Feststellung, dass das direkte Eigen-
tum an Beteiligungspapieren börsenkotierter Unternehmen in den USA von
1986–2006 von 56% auf 27% gesunken sei bei gleichzeitigem Anstieg des institutio-
nellen Eigentums – vor allem bei Aktien-Investmentfonds.

¹⁰⁴² Zum Gesagten siehe RAPPAPORT, *Saving Capitalism*, 12; zur zunehmenden Inter-
mediation im Vereinigten Königreich vgl. KAY, *Final Report*, 30 f. Zu den Agentur-
problemen siehe vorne Rz. 532.

¹⁰⁴³ RAPPAPORT, *Saving Capitalism*, 13; zum Beispiel der Enron Corp. siehe HEALY/
PALEPU, 13 f.; zum Beispiel der Worldcom Inc. siehe BERESFORD/KATZENBACH/
ROGERS, JR., 7, 94, 312 f.

¹⁰⁴⁴ Siehe die Umfrage von GRAHAM/HARVEY/RAJGOPAL aus dem Jahre 2005 vorne
Rz. 348.

¹⁰⁴⁵ DALLAS, 267, 281 ff.; PEARLSTEIN, A20; vgl. OECD, *Financial Crisis*, 12; im All-
gemeinen zum Zusammenhang zwischen kurzfristiger Orientierung und Finanzkrisen
RAPPAPORT, *Saving Capitalism*, 19 ff.

¹⁰⁴⁶ Siehe z.B. BARTON, 84 ff.; DALLAS, 281 ff.; vgl. KAY, *Final Report*, 9 («systemic
nature of the problems»).

kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt zum Ziel hatten oder haben.¹⁰⁴⁷ Spätestens seit sich der Nationalrat 2018 im Rahmen der Aktienrechtsrevision für die Möglichkeit der Einführung von Vorzugsrechten für langfristig beteiligte Aktionäre ausgesprochen hat, ist die Diskussion zur kurzfristigen Orientierung des Kapitalmarkts auch in der Schweiz angekommen.¹⁰⁴⁸

- 538 Die bisherige Entwicklung hat gezeigt, dass das Problem kurzfristiger Orientierung des Kapitalmarkts ein *dauerhaftes Problem* ist, das insbesondere nach Wirtschaftskrisen die wissenschaftliche und politische Debatte zur Regulierung des Kapitalmarkts prägt. Die zunehmende Intermediation im Kapitalmarkt ist die Ursache für die sich ausbreitende Dynamik des Problems und führt zur Notwendigkeit, den Erfolg der Intermediäre an – insbesondere kurzfristigen – Ergebnissen zu messen. Ein Indiz für diese Dynamik ist auch die Ausbreitung der Diskussion zu möglichen Reformbestrebungen nach der Finanzkrise 2007 – zunächst auf EU-Ebene und schliesslich auf die Schweiz.

6. Betroffenheit

- 539 Damit der Handlungsbedarf beurteilt werden kann, wird untersucht, wer oder was in welcher Intensität von der kurzfristigen Orientierung des Kapitalmarkts betroffen ist.¹⁰⁴⁹
- 540 Die empirischen Erkenntnisse zu den wirtschaftlichen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt lassen keine eindeutige Aussage zur Betroffenheit in der Schweiz zu. Es wurde in der bisher einzigen empirischen Untersuchung ein gewisses Mass an *Kurzsichtigkeit im schweizerischen Kapitalmarkt* im Sinne des übermässigen Abzinsens künftiger Erträge festgestellt.¹⁰⁵⁰ Diese Abzinsung kann sich punktuell nachteilig auf die langfristige Zielerreichung börsenkotierter Gesellschaften auswirken. Dieser Zusammenhang ist in der Schweiz aber noch nicht empirisch erforscht. Die unterschiedlichen Erkenntnisse empirischer Studien im Ausland zeigen punktuell nachteilige Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg.¹⁰⁵¹ Es ist möglich, dass zukünftige Untersuchungen im schweizerischen Kapitalmarkt zu ähnlichen Ergebnissen kommen.

¹⁰⁴⁷ Zur Übersicht WILLEY, 57 ff. m.w.H. Siehe vorne Rz. 229.

¹⁰⁴⁸ Vgl. vorne Rz. 228.

¹⁰⁴⁹ Vgl. BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 115.

¹⁰⁵⁰ Zur Studie und zu den Einschränkungen siehe vorne Rz. 457 f.

¹⁰⁵¹ Siehe vorne Rz. 469 ff.

Von allfälligen suboptimalen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung von Aktionären dürften in erster Linie *börsenkotierte Gesellschaften* betroffen sein. Der Markt für den ausserbörslichen Handel von Aktien in der Schweiz ist weniger liquid.¹⁰⁵² Das Problem kurzfristiger Orientierung dürfte sich somit primär auf börsenkotierte Unternehmen beschränken. Ohnehin beziehen sich die dargelegten empirischen Erkenntnisse – mutmasslich aufgrund der Verfügbarkeit von Daten – auf das Mass und die Auswirkungen kurzfristiger Orientierung auf den börslichen Kapitalmarkt. Es ist zwar nicht ausgeschlossen, dass auch der ausserbörsliche Handel von Aktien punktuell von einer suboptimalen Kurzsichtigkeit geprägt ist. Um einen spezifischen Handlungsbedarf herleiten zu können, bedürfte es aber entsprechender Untersuchungen. Bis dahin muss die Vermutung genügen, dass die Kurzsichtigkeit von Aktionären primär börsenkotierte Gesellschaften betrifft.¹⁰⁵³ 541

7. Schnittstellen

Im Rahmen der Beurteilung der Schnittstellen wird untersucht, mit welchen anderen Bereichen und Staatsaktivitäten die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt zusammenhängt.¹⁰⁵⁴ 542

Die kurzfristige Orientierung von Aktionären tangiert unmittelbar *verschiedene Rechtsgebiete* und verschiedene Regelungskompetenzen des Bundes. In erster Linie tangiert das Problem Fragen des Gesellschaftsrechts, im Besonderen des Aktienrechts, weil es dabei um die Langfristigkeit der Beziehung zwischen Aktionär und Gesellschaft geht. Das Problem tangiert auch das Börsenwesen, weil primär börsenkotierte Gesellschaften von den potenziellen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung betroffen sein dürften.¹⁰⁵⁵ Aufgrund der bisherigen Erkenntnisse lässt sich aber nicht feststellen, dass die Kurzfristigkeit ein systemisches Problem des Kapitalmarkts ist, das sich nachteilig auf die Gesamtwirtschaft auswirkt.¹⁰⁵⁶ Die kurzfristige Orientierung von Aktionären betrifft somit unmittelbar die Rege- 543

¹⁰⁵² Siehe vorne Rz. 243.

¹⁰⁵³ Das niederländische Justizministerium kam in einer Stellungnahme an das Parlament im Jahre 2011 i.E. zur gleichen Einschätzung, siehe Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 2 («*De wettelijke facilitering van langetermijnaandeelhouderschap zou vooral zinvol kunnen zijn voor beursvennootschappen. Zij hebben per definitie te maken met een groot en sterk wisselend aandeelhoudersbestand.*»). Das heisst aber nicht, dass es ausschliesslich börsenkotierten Gesellschaften ermöglicht werden soll, Massnahmen zur Förderung eines langfristigen Anlagehorizonts von Aktionären zu ergreifen.

¹⁰⁵⁴ Vgl. BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 115.

¹⁰⁵⁵ Vgl. vorne Rz. 242 ff.

¹⁰⁵⁶ Siehe vorne Rz. 476 ff.

lungskompetenzen des Bundes im Bereich des Zivilrechts und des Börsenwesens.¹⁰⁵⁷ Entsprechende gesetzliche Massnahmen wären somit auf Bundesebene zu ergreifen.¹⁰⁵⁸

- 544 Werden gesetzliche Massnahmen kurzfristiger Orientierung von Aktionären in Erwägung gezogen, zeigen sich auch *Schnittstellen zu Grundrechten*. Die Beteiligung an einer Aktiengesellschaft steht im Zusammenhang mit deren wirtschaftlicher Tätigkeit und tangiert somit die Wirtschaftsfreiheit.¹⁰⁵⁹ Auch die aktienrechtliche Gestaltungsfreiheit ist – als Ausprägung der Vertragsfreiheit – durch die Wirtschaftsfreiheit und die Eigentumsgarantie geschützt.¹⁰⁶⁰ Ein Zusammenhang zwischen Massnahmen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen besteht auch zum verfassungsrechtlichen Grundsatz der nachhaltigen Unternehmensführung.¹⁰⁶¹ Diese Schnittstellen zeigen, dass allfällige Massnahmen gegen kurzfristige Orientierung von Aktionären unter Umständen den Schutzbereich von Grundrechten tangieren.
- 545 Es kann aus verfassungsrechtlichen Überlegungen geboten sein, der grundrechtlich geschützten *Gestaltungsfreiheit Vorrang* gegenüber einer zwingenden gesetzlichen Bestimmung einzuräumen.¹⁰⁶² Der Grundrechtsschutz hat zwar keinen Einfluss auf die Gültigkeit bundesgesetzlicher Massnahmen.¹⁰⁶³ Die verfassungsrechtlichen Bedenken können aber auch nicht mit dem blossen Verweis auf das Gebot der Anwendung von Bundesgesetzen gemäss Art. 190 BV als belanglos abgetan werden. Der Gesetzgeber muss sich darum bemühen, verfassungskonform zu legitimieren.¹⁰⁶⁴ Ausserdem müssen auch Bundesgesetze möglichst verfassungs-

¹⁰⁵⁷ Vgl. Art. 122 Abs. 1 und Art. 98 Abs. 1 BV.

¹⁰⁵⁸ Insoweit ist die Revision des Aktienrechts ein guter Anknüpfungspunkt.

¹⁰⁵⁹ Vgl. Art. 27 Abs. 1 BV.

¹⁰⁶⁰ Siehe vorne Rz. 281.

¹⁰⁶¹ Wenngleich dieser Grundsatz auf die Vergütungspolitik beschränkt ist. Siehe vorne Rz. 111.

¹⁰⁶² Grundlegend zur These des Vorrangs der Gestaltungsfreiheit HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 37 ff. Den Ausnahmecharakter zwingender Bestimmungen im Aktienrecht grundsätzlich anerkennend HOFSTETTER, Reform, 478; KUNZ, Minderheitenschutz, § 6 N 172; MÜLLER, Darlehen, N 658; RUFFNER, Grundlagen, 316; in Bezug auf Massnahmen gegen Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt vgl. VOGT, Freiheit, 21. Zur Rechtfertigung von zwingendem Aktienrecht vgl. BÜHLER, Zwingendes Aktienrecht, 546 f.

¹⁰⁶³ Mangels Verfassungsgerichtsbarkeit stehen verfassungsmässige Grundrechte dem Erlass und der Anwendung verfassungswidriger Bundesgesetze nicht entgegen. Siehe hierzu BSK BV-EPINEY, Art. 190, N 2.

¹⁰⁶⁴ STRUB/CARONI, 419 m.H. auf Art. 190 BV.

konform ausgelegt werden.¹⁰⁶⁵ Nach einer in der Lehre vertretenen Auffassung unterliegen Einschränkungen der Vertragsfreiheit und somit der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit gleichwohl den Eingriffsvoraussetzungen von Art. 36 BV.¹⁰⁶⁶ Das öffentliche Interesse einer aktienrechtlichen Regelung liegt angesichts des Gesetzgebungsziels des Aktienrechts in der ökonomischen Effizienz.¹⁰⁶⁷ Im Sinne der Erforderlichkeit kann es beim Erlass einer aktienrechtlichen Regelung geboten sein, der privatautonomen Rechtsgestaltung Vorrang vor einer gesetzlichen Regelung einzuräumen, sofern Erstere gleich effizient ist wie Letztere.¹⁰⁶⁸

8. Folgen eines Handlungsverzichts

Zuletzt wird im Rahmen der Problemanalyse untersucht, was geschehen würde, wenn auf eine gesetzliche Intervention im Sinne eines Gebots oder Verbots verzichtet würde. Es geht um die Beurteilung der Frage, inwiefern die kurzfristige Orientierung des Kapitalmarkts neben der Führung von Aktiengesellschaften auch weitere Sachgebiete betreffen würde.¹⁰⁶⁹ 546

Die Folgen eines Handlungsverzichts des Gesetzgebers sind *kaum quantitativ abschätzbar*.¹⁰⁷⁰ Es lässt sich höchstens umschreiben, welche Problemkreise betroffen sein könnten, wenn keine Massnahmen gegen kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt ergriffen werden. Zum einen könnte die nachhaltige Führung von Aktiengesellschaften beeinträchtigt bleiben, weil kurzfristige Aktionäre langfristige Investitionen erschweren.¹⁰⁷¹ Zum anderen könnte die Effizienz des Kapitalmarkts infrage gestellt sein, weil langfristige Erträge nicht angemessen abgezinst 547

¹⁰⁶⁵ Vgl. BGE 143 III 600 E. 2.7, S. 607 f., gemäss dem im Falle mehrerer möglicher Auslegungen diejenige zu wählen ist, welche der Verfassung am besten entspricht. Die verfassungskonforme Auslegung vermag den klaren Wortlaut und Sinn einer Gesetzesnorm aber nicht umzudeuten.

¹⁰⁶⁶ HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 46; wohl ebenso VALLENDER/HETTICH/LEHNE, § 5 N 61 f.; a.M. HUBER, Vertragsfreiheit, 24, 31.

¹⁰⁶⁷ Zum Gesetzgebungsziel im Aktienrecht siehe vorne Rz. 269 ff.

¹⁰⁶⁸ Zum Gesagten und im Zusammenhang mit zwingenden und nicht zwingenden gesetzlichen Vorschriften vgl. HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit, 47.

¹⁰⁶⁹ Vgl. BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 115.

¹⁰⁷⁰ Das ist eine Folge der unterschiedlichen empirischen Erkenntnisse. Vgl. vorne Rz. 469 ff.

¹⁰⁷¹ Vgl. stellvertretend dafür die entsprechenden empirischen Erkenntnisse zu den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung auf die Investitionen in F&E vorne Rz. 361 ff. Diese Argumentation geht davon aus, dass das aktuelle Mass an Investitionen in F&E optimal ist. Ob das zutrifft, ist unklar.

würden.¹⁰⁷² Diese Umstände könnten mittelbar zu nachteiligen Auswirkungen auf den Schutz der Interessengruppen der Aktiengesellschaften, namentlich Arbeitnehmer, Lieferanten etc., den Schutz der Anleger und die Volkswirtschaft beitragen, weil diese allesamt auf die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts angewiesen sind. Die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt aber kann eben diese nachhaltige Unternehmenswertsteigerung erschweren.

- 548 Aufgrund des aktuellen Kenntnisstands zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung ist es zum jetzigen Zeitpunkt nicht angemessen, Gesellschaften jedwelche Massnahmen zur Förderung langfristiger Orientierung vorzuschreiben. Die bisher festgestellten Auswirkungen kurzfristiger Orientierung legen den Schluss nahe, dass ein Verzicht auf ein gesetzliches Gebot oder Verbot *keine nachweisbar nachteiligen Folgen für die Gesamtwirtschaft* hätte. Es wäre deshalb nicht verhältnismässig, Gesellschaften zu verpflichten, Massnahmen gegen das übermässige Abzinsen künftiger Erträge, die Ursache kurzfristiger Orientierung, zu ergreifen.¹⁰⁷³
- 549 Angesichts der punktuell nachteiligen Auswirkungen von kurzfristiger Orientierung auf die Unternehmen erscheint es aber auch nicht angemessen, Gesellschaften *privatautonome Massnahmen* zur Förderung einer langfristigen oder zumindest ausgewogenen Aktionärsbasis zu verbieten. Massnahmen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen können im Interesse der Gesellschaft liegen.¹⁰⁷⁴ Es erscheint deshalb geboten, dass der Gesetzgeber das Ergreifen solcher Massnahmen zumindest nicht verbietet.
- 550 Ein Handlungsverzicht des Gesetzgebers könnte den Gesellschaften das Ausschöpfen ihrer Gestaltungsfreiheit faktisch verunmöglichen, weil es den Gesellschaften lediglich implizit erlaubt wäre, Massnahmen zur Förderung einer langfristigen Orientierung von Aktionären zu ergreifen.¹⁰⁷⁵ Angesichts der Rechtsunsicherheit ist es nicht erstaunlich, dass in der Schweiz noch keine Gesellschaft solche Massnahmen

¹⁰⁷² Vgl. die empirischen Erkenntnisse zu den Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft vorne Rz. 442 ff.

¹⁰⁷³ Zu den Ursachen kurzfristiger Orientierung siehe vorne Rz. 493 f.

¹⁰⁷⁴ Soweit man angesichts der empirischen Erkenntnisse davon ausgeht, dass langfristige Aktionärsbeteiligungen oder zumindest eine in Bezug auf die Haltedauer ausgewogene Aktionärsbasis sich positiv auf den Unternehmenswert auswirken können. Zu den empirischen Erkenntnissen siehe vorne Rz. 467 ff.

¹⁰⁷⁵ Zur impliziten Wertung des Gesetzes zugunsten langfristiger Aktionärsbeteiligungen siehe vorne Rz. 259 ff.

öffentlich in Erwägung gezogen hat.¹⁰⁷⁶ Es kann deshalb gar geboten sein, dass der Gesetzgeber die Förderung einer ausgewogenen Aktionärsbasis mit dispositivem Recht ausdrücklich ermöglicht. Das *ausdrückliche Ermöglichen* privatautonomer Massnahmen ist angesichts der punktuell nachteiligen Auswirkungen von kurzfristig orientierten Aktionären auf die Unternehmen vertretbar, zumal es den Aktionären überlassen bleibt, entsprechende Massnahmen zu ergreifen.

B. Zielpräzisierung

Das Fördern und Begünstigen langfristiger Aktionärsbeteiligungen wurde vor der Aufnahme des Ist-Zustands als vorläufige Zielsetzung festgelegt, die den im Besonderen Teil dieser Arbeit erörterten Konzepten zugrunde liegt.¹⁰⁷⁷ Im Rahmen der Zielpräzisierung wird überprüft, ob die vorläufige Zielsetzung angesichts der rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse und der politischen Situation erreicht werden kann. Es soll zudem festgehalten werden, inwieweit ein *Regelungsbedürfnis* besteht und welche Konzepte sich zur Zielerreichung eignen.¹⁰⁷⁸ Die Zielpräzisierung ist wichtig, weil die Wirkung einer Regelung an ihrem Ziel gemessen wird.¹⁰⁷⁹ 551

Es soll angestrebt werden, dass Aktionäre ihre Beteiligungen langfristig halten und somit zu einer *längerfristigen Orientierung des Kapitalmarkts* beitragen.¹⁰⁸⁰ Die Analyse der rechtlichen Verhältnisse hat gezeigt, dass das Aktienrecht eine implizite Wertung zugunsten langfristiger Aktionärsbeteiligungen enthält.¹⁰⁸¹ Die ökonomische Analyse hat ergeben, dass sich kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt und insbesondere kurzfristige Aktionärsbeteiligungen punktuell nachteilig auf das Unternehmen auswirken können.¹⁰⁸² Die Ursache kurzfristiger Orientierung liegt in der übermässigen Abzinsung langfristiger Erträge durch die Aktionäre.¹⁰⁸³ Die kurzfristige Orientierung der Aktionäre kann durch tatsächliche oder vermutete Aktienkursverluste auf die Leitungsorgane von Gesellschaften übertra- 552

¹⁰⁷⁶ FORSTMOSER, CSR, 179. Es sind dem Autor allerdings Beispiele börsenkotierter Gesellschaften in der Schweiz bekannt, welche die Einführung von Vorzugsrechten intern in Erwägung gezogen haben.

¹⁰⁷⁷ Siehe vorne Rz. 216 ff.

¹⁰⁷⁸ Zum Gesagten siehe MÜLLER/UHLMANN, N 116; NOLL, 82.

¹⁰⁷⁹ MÜLLER/UHLMANN, N 117, 176 ff.

¹⁰⁸⁰ D.h. mindestens zwei Jahre. Vgl. vorne Rz. 319.

¹⁰⁸¹ Siehe vorne Rz. 259 ff.

¹⁰⁸² Siehe vorne Rz. 469 ff.

¹⁰⁸³ Siehe vorne Rz. 493 f.

gen werden.¹⁰⁸⁴ Halten Aktionäre ihre Aktien langfristig, kann dies Ausdruck eines längerfristigen Anlagehorizonts sein und zugleich dazu beitragen, dass die Leitungsorgane weniger stark unter Druck stehen, Bilanzpolitik zur Erzielung kurzfristiger Erträge zu betreiben.¹⁰⁸⁵

- 553 Wengleich die Zielformulierung lösungsneutral formuliert sein soll, bietet es sich an, das Ziel durch das Vorzeichnen von zwei vielversprechenden Stossrichtungen zu präzisieren.¹⁰⁸⁶ Erstens kann eine Gesellschaft mit *Anreizen* dazu beitragen, dass ein Aktionär seine Beteiligung langfristig hält. Zweitens kann eine Gesellschaft mit einer *verbesserten Kommunikation* strategischer Unternehmensziele dazu beitragen, dass die Aktionäre langfristige Erträge besser bewerten können und somit weniger stark abzinsen.¹⁰⁸⁷ Beide Stossrichtungen lassen eine Präferenz für eine privatautonome Regelung im Gegensatz zu einer gesetzlichen Vorschrift erkennen. Die Zielformulierung mit diesen beiden Stossrichtungen entspricht dem Leitbild der Aktionärsloyalität.¹⁰⁸⁸

VI. Zusammenhang zwischen Aktionärsloyalität und Dauer der Aktionärsbeteiligung

- 554 Nach der Aufnahme des Ist-Zustands und der Analyse des Problems kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt kann festgehalten werden, dass langfristige Aktionärsbeteiligungen ein Ausdruck von Aktionärsloyalität sein können (A.). Weil es dabei spezifisch um die Dauer der Aktionärsbeteiligung geht, ist es angemessen, im Zusammenhang mit den Konzepten zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Allgemeinen von Aktionärsloyalität statt von Aktionärstreue zu sprechen (B.).

¹⁰⁸⁴ Siehe vorne Rz. 490.

¹⁰⁸⁵ Vgl. vorne Rz. 511.

¹⁰⁸⁶ Zur Lösungsneutralität der Zielformulierung siehe BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 123.

¹⁰⁸⁷ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 513. Zum Ziel der verbesserten Kommunikation siehe HOFSTETTER, Gleichbehandlung, 230; VOGT, Aktionärsdemokratie, 82 ff.; zu dieser Zielsetzung von Loyalitätsdividenden niederländischen Recht vgl. BOOTSMA, Financiële prikkels, 75.

¹⁰⁸⁸ Siehe hinten Rz. 554. Zum Leitbild der Aktionärsloyalität siehe vorne Rz. 192 ff.

A. Aufrechterhalten und Verkauf der Beteiligung als Ausdruck von Aktionärsloyalität

Ein Aktionär verhält sich der Gesellschaft gegenüber im Allgemeinen loyal, wenn er in der Ausübung seiner Mitgliedschaftsrechte und der Erfüllung seiner Mitgliedschaftspflichten die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahrt und seine eigenen Interessen zurückstellt, wo immer diese nicht mit denjenigen der Gesellschaft parallel laufen. Die Interessen der Gesellschaft liegen in der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts.¹⁰⁸⁹ Dem Leitbild der Aktionärsloyalität entspricht somit jegliches Verhalten eines Aktionärs, das zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beiträgt. 555

Daraus kann hergeleitet werden, dass sich ein Aktionär in Bezug auf die Dauer der Aktionärsbeteiligung loyal verhält, wenn er mit dem *Aufrechterhalten der Beteiligung* oder deren Verkauf zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beiträgt. Wie im vorhergehenden Abschnitt aufgezeigt wurde, kann ein hoher Anteil kurzfristig beteiligter, sog. flüchtiger Aktionäre diverse suboptimale Auswirkungen auf das Unternehmen haben.¹⁰⁹⁰ Langfristig beteiligte Aktionäre tragen hingegen gemäss diversen Studien zur positiven Unternehmensentwicklung bei.¹⁰⁹¹ 556

Es kann im Sinne einer Einschränkung festgehalten werden, dass es auch Situationen gibt, in denen die Häufung von Verkäufen und somit mutmasslich auch kurzfristige Aktionärsbeteiligungen sich positiv auf die Unternehmensentwicklung auswirken können. Eine *Häufung von Verkäufen* durch unzufriedene Aktionäre und ein sinkender Aktienkurs führen zum Einsetzen des Markts für Unternehmenskontrolle. Dieser kann sich effizienzsteigernd auf das Unternehmen auswirken.¹⁰⁹² In einer solchen Wirkungsweise können sich auch kurzfristige Aktionärsbeteiligungen positiv auf die Entwicklung des Unternehmens auswirken. 557

¹⁰⁸⁹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 192 ff.

¹⁰⁹⁰ Z.B. Ausgabenkürzungen im Bereich F&E oder systematische Überbewertung kurzfristiger Erträge gegenüber langfristigen Erträgen. Siehe hierzu vorne Rz. 469 ff.

¹⁰⁹¹ Sie bieten z.B. einen Schutz vor kurzfristig orientierten Geschäftsentscheiden, wie der Kürzung von F&E-Ausgaben zur Steigerung kurzfristiger Erträge, können mit einer langfristig ausgerichteten Überwachung der Geschäftsleitung auf einen effizienteren Einsatz der Mittel und somit eine Umsatzsteigerung hinwirken und einen positiven Einfluss auf die Innovationseffizienz (gemessen an der Anzahl Patente) haben. Siehe hierzu und auch zu Studien mit gegenteiligem Befund vorne Rz. 408 ff.

¹⁰⁹² Zum Gesagten siehe vorne Rz. 339.

- 558 Es ist zwar schwierig, aus den teilweise uneinheitlichen Studienergebnissen belastbare Schlüsse zu ziehen. Es bestehen aber überwiegende Indizien dafür, dass ein Aktionär sich eher loyal verhält, wenn er seine Beteiligung eine gewisse Zeit lang aufrechterhält. Er ordnet dadurch unter Umständen sein Interesse an einem kurzfristigen Gewinn dem Interesse der Gesellschaft an der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts unter. Je nach Interessenlage ist aber gar von einer Interessenkongruenz zwischen Aktionär und Gesellschaft auszugehen, weil ein langfristiger Erfolg der Gesellschaft auch dem einzelnen Aktionär nützt. Jedenfalls kann in Bezug auf die Dauer der Aktionärsbeteiligung gesagt werden, dass langfristige beteiligte Aktionäre dem Leitbild der Aktionärsloyalität eher entsprechen als kurzfristige.
- 559 Zusammengefasst bedeutet das, dass eine in Bezug auf die Haltedauer *ausgewogene Aktionärsbasis im Gesellschaftsinteresse* liegt.¹⁰⁹³ Derweil hat die Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt, gemessen an der sinkenden durchschnittlichen Haltedauer und der gestiegenen Handelsfrequenz, weltweit und in der Schweiz zugenommen.¹⁰⁹⁴ Das kann zu einem Übergewicht kurzfristig beteiligter Aktionäre gegenüber langfristig beteiligten Aktionären führen. In einer solchen Konstellation kann das langfristige Aufrechterhalten der Beteiligung durch einen Aktionär zu einer ausgewogenen Aktionärsbasis beitragen und somit im Interesse der Gesellschaft liegen, mithin Ausdruck eines loyalen Verhaltens des Aktionärs sein.

B. Abgrenzung zur Aktionärstreue

- 560 Bei einer *interdisziplinären Betrachtung* zeigt sich, dass der rechtswissenschaftliche Begriff der Aktionärsloyalität eine Schnittmenge mit dem Verständnis des Begriffs Loyalität in anderen wissenschaftlichen Disziplinen hat. Das Aufrechterhalten der Beteiligung als ein möglicher Ausdruck von Aktionärsloyalität widerspiegelt sich insofern im philosophischen Begriffsverständnis, als es Ausdruck der Bereitschaft sein kann, eine intrinsisch motivierte Beziehung aufrechtzuerhalten

¹⁰⁹³ Zu einer ähnlichen Schlussfolgerung im niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2014/15, 31789, Nr. 64, 23, in dem die Haltung der niederländischen Regierung zum Ausdruck kommt, dass ein Gleichgewicht zwischen kurzfristigen und langfristigen Aktionären in einer Aktiengesellschaft wichtig ist. Es ging dabei um die Aktionärsstruktur der staatlich kontrollierten Bank ABN AMRO Group N.V. Ferner in Bezug auf die Förderung langfristiger Beteiligungen von Grossaktionären HOFSTETTER, Gleichbehandlung, 228 ff.

¹⁰⁹⁴ Siehe vorne Rz. 328.

ten.¹⁰⁹⁵ Es widerspiegelt sich zudem im ökonomischen Begriffsverständnis von Loyalität, weil es die Anhänglichkeit des Aktionärs an der Gesellschaft zum Ausdruck bringt und damit dessen Präferenz, auf einen Leistungsabfall eher mit Widerspruch statt mit einem Verkauf der Beteiligung zu reagieren.¹⁰⁹⁶

Das Aufrechterhalten der Aktionärsbeteiligung unter Wahrung der Gesellschaftsinteressen und Unterordnung der eigenen Interessen wird präziser umschrieben als *Ausdruck von Aktionärsloyalität statt Aktionärstreue*. Loyalität mag ein bildungssprachliches Synonym für Treue sein. Aus rein rechtswissenschaftlicher Sicht umschreiben die Begriffe Aktionärsloyalität oder Aktionärstreue gleichermaßen die Wahrung der Interessen der Gesellschaft in guten Treuen durch den Aktionär bei der Ausübung der Mitgliedschaftsrechte und -pflichten und das Zurückstellen der eigenen vom Gesellschaftsinteresse abweichenden Interessen.¹⁰⁹⁷ Aus philosophischer und ökonomischer Sicht bezieht sich Loyalität jedoch spezifisch auf das Aufrechterhalten einer bewusst eingegangenen Beziehung.¹⁰⁹⁸ In einer interdisziplinären, nicht rein rechtswissenschaftlichen Betrachtung ist es deshalb präziser, das getreue Aufrechterhalten der Aktionärsbeteiligung als Ausdruck von Aktionärsloyalität zu bezeichnen. Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen kann somit zugleich eine Förderung der Aktionärsloyalität sein.

VII. Fazit

A. Im Allgemeinen: legitimes aktienrechtliches Ziel

Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist ein *legitimes Gesellschaftsziel*. Es ist aus aktienrechtlicher Sicht legitim, sofern es dazu dient, eine in Bezug auf die Haltedauer ausgewogene Aktionärsbasis zu schaffen.¹⁰⁹⁹ Es ist zwar schwierig, allfällige nachteilige Auswirkungen exzessiven Stre-

¹⁰⁹⁵ Zum philosophischen Begriffsverständnis siehe vorne Rz. 35 ff.

¹⁰⁹⁶ Zum ökonomischen Begriffsverständnis und insb. zum Konzept von Abwanderung und Widerspruch siehe vorne Rz. 47 ff.

¹⁰⁹⁷ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 192.

¹⁰⁹⁸ Zudem umfasst Loyalität im Gegensatz zu Treue in philosophischer Hinsicht die Unterordnung der eigenen Interessen. Vgl. vorne Rz. 37.

¹⁰⁹⁹ Vgl. zum niederländischen Recht i.E. auch Rechtbank Amsterdam C13678130/KG ZA 20–17, Urteil vom 26.02.2020, E. 4.3 und 4.4 m.w.H. (i.S. Mediaset), gemäss dem eine Ungleichbehandlung aufgrund von Loyalitätsstimmrechten gerechtfertigt werden kann. Die Ungleichbehandlung sei gerechtfertigt, weil Loyalitätsstimmrechte

bens nach kurzfristigen Erträgen im Kapitalmarkt empirisch zu messen. Ausserdem unterscheidet sich die Corporate Governance von Gesellschaft zu Gesellschaft. Das macht die systematische Überprüfung sämtlicher Zusammenhänge zu einer anspruchsvollen Aufgabe.

- 563 Vorbehältlich der Schwierigkeiten der empirischen Messung liefert die empirische Forschung einige Befunde, die *nachteilige Auswirkungen kurzfristiger Aktionärsbeteiligungen* aufzeigen, wenngleich genaue Aussagen zu deren Ausmass und Folgen nur punktuell möglich sind. Demgegenüber wirken sich langfristig beteiligte Aktionäre tendenziell vorteilhaft auf die Unternehmen aus. Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zum Zweck der Schaffung einer in Bezug auf die Haltedauer ausgewogeneren Aktionärsbasis trägt zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts bei. Sie liegt somit im Interesse der Gesellschaft.
- 564 Es ist unklar, inwieweit auch die Förderung und Begünstigung langfristigen Haltens von *Partizipationsscheinen* und *Genussscheinen* zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beiträgt.¹¹⁰⁰ Die unterschiedlichen Eigenschaften von Partizipationsscheinen und Genussscheinen gegenüber Aktien stehen einem Analogieschluss meines Erachtens entgegen. Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zielt darauf ab, günstige Voraussetzungen für eine langfristig orientierte Geschäftsstrategie zu schaffen. Die Aktionäre können die Geschäftsstrategie einer Gesellschaft insbesondere mit ihrem Stimmrecht beeinflussen. Im Gegensatz zu Aktionären können Partizipanten und Genussscheininhaber keinen Einfluss auf die Beschlussfassung der Gesellschaft nehmen.¹¹⁰¹ Es ist deshalb nicht ohne Weiteres ersichtlich, inwieweit eine Begünstigung längeren Haltens von Partizipationsscheinen und Genussscheinen gleichermaßen wie die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beitragen kann.

zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen, zur Stabilität des Unternehmens und zum Verfolgen einer langfristigen Geschäftsstrategie beitragen. Es ging um ein Schema, das langfristig gehaltenen Aktien graduell nach fünf Jahren bis zu neun zusätzlichen Stimmen zugeteilt hätte. A.M. zu diesem Fall die zweite Instanz, Gerichtshof Amsterdam 200.276.218/01, Urteil vom 01.09.2020, E. 3.19 f., die die Legitimität des Zwecks von Loyalitätsstimmrechten bejahte, dem Schema im konkreten Fall aber die Verhältnismässigkeit absprach. Zur umstrittenen Frage des Zusammenhangs zwischen Loyalitätsstimmrechten und langfristigen Aktionärsbeteiligungen siehe hinten Rz. 634.

¹¹⁰⁰ Zur gesetzlichen Regelung von Partizipationsscheinen siehe Art. 656a ff. OR. Zur gesetzlichen Regelung von Genussscheinen siehe Art. 657 OR.

¹¹⁰¹ Zumal ihnen kein Stimmrecht zukommt, siehe vorne Rz. 81.

Immerhin kann festgehalten werden, dass die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen aus aktienrechtlicher Sicht legitim sind. Das Aktienrecht ist mithin der richtige Anknüpfungspunkt zum Erreichen dieses Ziels. Es ist deshalb angezeigt, sich bei der Untersuchung angemessener Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen auf Anknüpfungspunkte im Aktienrecht zu konzentrieren. 565

B. Im Besonderen: Wahrung der aktienrechtlichen Grundprinzipien

Das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen entspricht im Besonderen den *aktienrechtlichen Grundprinzipien*, namentlich dem Sachlichkeitsgebot (1.), dem Gleichbehandlungsgebot (2.) und dem Rechtsmissbrauchsverbot (3.). Die Einhaltung des Proportionalitätsprinzips kann erst überprüft werden, wenn die konkreten Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen feststehen. 566

1. Wahrung des Sachlichkeitsgebots

Das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen entspricht dem *Sachlichkeitsgebot*. 567

Das Sachlichkeitsgebot ist Ausfluss des Rechtsmissbrauchsverbots und zugleich ein eigenständiges aktienrechtliches Grundprinzip.¹¹⁰² Es besagt, dass Eingriffe in die Rechte der Aktionäre sachlich gerechtfertigt sein müssen.¹¹⁰³ Nicht sachlich gerechtfertigt ist jede «[...] Beeinträchtigung, die sich bei vernünftiger wirtschaftlicher Überlegung nicht durch die Interessen der Gesellschaft oder der Gesamtheit ihrer Aktionäre rechtfertigen lässt oder die dazu dient, einer bestimmten Aktionärsgruppe Vorteile zu verschaffen, die in Wahrheit mit der Verfolgung des Gesellschaftszwecks nichts zu tun haben»^{1104, 1105}. 568

¹¹⁰² Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 87.

¹¹⁰³ Das Sachlichkeitsgebot beansprucht m.a.W. keine abstrakte Geltung. Vgl. hierzu BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 167 f.; BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 12; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 24, § 39 N 87; a.M. KNOBLOCH, 356 f.

¹¹⁰⁴ BGer 4C.386/2002, Urteil vom 12.10.2004, E. 3.2 m.w.H.

¹¹⁰⁵ Siehe auch BGE 91 II 298 E. 6, S. 304, betr. Sachlichkeitsgebot bei der Einschränkung des Bezugsrechts; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 87 ff.

- 569 Der *persönliche Anwendungsbereich* des Sachlichkeitsgebots erstreckt sich auf die Generalversammlung, den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung.¹¹⁰⁶ Die Verpflichtung des Verwaltungsrats zur Wahrung des Sachlichkeitsgebots bei Eingriffen in die Aktionärsrechte ergibt sich nicht unmittelbar aus dem Gesetz (vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR), sondern aus ihrer auftragsrechtlichen Verpflichtung zur Wahrung der Interessen aller Aktionäre.¹¹⁰⁷
- 570 Die Rechtsfolge einer unsachgemässen Einschränkung der Aktionärsrechte ist die *Anfechtbarkeit* des entsprechenden Generalversammlungsbeschlusses. Der Verwaltungsrat und jeder Aktionär können Generalversammlungsbeschlüsse, die in unsachlicher Weise Aktionärsrechte beschränken oder entziehen, gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR anfechten. Der Eingriff in ein besonders wichtiges Aktionärsrecht verlangt das Vorliegen eines qualifizierten sachlichen Grundes.¹¹⁰⁸
- 571 Das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen liegt im Interesse der Gesellschaft.¹¹⁰⁹ Es ist deshalb *abstrakt betrachtet* dem Sachlichkeitsgebot vereinbar. Ob konkrete Beschlüsse zur Erreichung dieses Ziels dem Sachlichkeitsgebot entsprechen, wird bei der Untersuchung der Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen geprüft.¹¹¹⁰

2. Wahrung des Gleichbehandlungsgebots

- 572 Das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen kann als sachliche *Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung* von Aktionären dienen.
- 573 Das Gleichbehandlungsgebot verlangt die *relative Gleichbehandlung* sämtlicher Aktionäre und im Besonderen von Aktionärsmehrheit und -minderheit. Es schreibt vor, dass Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln sind.¹¹¹¹ Ausgangspunkt der Beurteilung einer Ungleichbehandlung ist in der Regel die Kapitalbeteiligung des Aktionärs. Sie und nicht die Persönlichkeit des Aktionärs de-

¹¹⁰⁶ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 30 N 20; KNOBLOCH, 354 f.; vgl. BÖCKLI, § 9 N 730 ff.

¹¹⁰⁷ VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 15 N 736.

¹¹⁰⁸ Das ist z.B. der Fall bei einer Beschränkung des Bezugsrechts (Art. 652b Abs. 2 OR) oder des Vorwegzeichnungsrechts (Art. 653c Abs. 2 OR) und bei der Vinkulierung (Art. 685b Abs. 1 OR). In solchen Fällen verlangt das Gesetz das Vorliegen eines wichtigen Grundes oder wichtiger Gründe.

¹¹⁰⁹ Siehe vorne Rz. 563.

¹¹¹⁰ Siehe hinten Rz. 875 f., 1099 ff., 1267 f., 1425 f.

¹¹¹¹ Zum Gesagten vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 51 ff.

finiert die Aktionärsrolle. Das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot verlangt demzufolge grundsätzlich die gleiche Behandlung des gleichen Kapitalanteils (vgl. z.B. Art. 661 OR).¹¹¹² Das Gesetz schreibt aber stellenweise auch die absolute Gleichbehandlung der Aktionäre nach Köpfen vor, z.B. in Bezug auf die Informationsrechte (vgl. z.B. Art. 697 Abs. 1 OR).¹¹¹³ Eine Ungleichbehandlung ist sachlich gerechtfertigt, wenn sie im Gesellschaftsinteresse liegt und verhältnismässig ist.¹¹¹⁴

Der *persönliche Anwendungsbereich* des Gleichbehandlungsgebots erstreckt sich 574 auf die Generalversammlung, den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung. Der einzelne Aktionär ist grundsätzlich nicht zur Gleichbehandlung verpflichtet.¹¹¹⁵ Das Gleichbehandlungsgebot schützt Aktionäre und darüber hinaus Partizipanten, soweit deren vermögensrechtliche Stellung betroffen ist.¹¹¹⁶ Die Inhaber von Genussscheinen können sich nicht von Gesetzes wegen auf das Gleichbehandlungsgebot berufen.¹¹¹⁷ Und auch Dritte können sich grundsätzlich nicht auf den Grundsatz der Gleichbehandlung berufen.¹¹¹⁸

Die Rechtsfolge einer Verletzung des Gleichbehandlungsgebots durch die Ge- 575 neralversammlung ist die *Anfechtbarkeit* des entsprechenden Generalversammlungsbeschlusses. Der Verwaltungsrat und jeder Aktionär können Generalversammlungsbeschlüsse, durch die Aktionäre in unsachlicher Weise ungleich behandelt oder benachteiligt werden, mit einer Klage gegen die Gesellschaft an-

¹¹¹² Zum Gesagten vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 730; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 51 ff.; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717, N 23, sprechen in diesem Zusammenhang von einer Gleichbehandlung der Aktien statt der Aktionäre.

¹¹¹³ BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 15b.

¹¹¹⁴ BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 15; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717, N 23; vgl. BGE 117 II 290 E. 6b/bb, S. 312.

¹¹¹⁵ VON DER CRONE, Aktienrecht, 1. Aufl., § 8 N 31, Fn. 1836 m.H. auf zwei Ausnahmen: der Aktionär, der zugleich (faktisches) Organ ist, und derjenige, der ein öffentliches Kaufangebot i.S.v. Art. 22 ff. BEHG macht.

¹¹¹⁶ VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, N 853.

¹¹¹⁷ Sie sind nur zur Anhebung Anfechtungsklage legitimiert, wenn ihnen die Statuten ein solches Recht einräumen (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 47 N 33; KUNZ, Klagen, 61; vgl. BGE 115 II 468 E. 3b, S. 473; a.M. BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 154, der Genussscheininhaber als Inhaber eines Beteiligungsrechts qualifiziert und sie deshalb als zur Anfechtung berechtigt erachtet). Eine Berufung auf das Gleichbehandlungsgebot, das einen der Anfechtungsgründe darstellt, ist folglich nur ausnahmsweise möglich.

¹¹¹⁸ Vgl. Art. 653d Abs. 2 OR, der im Sinne einer Ausnahme zu diesem Grundsatz vorsieht, dass Wandel- und Optionsberechtigte nur beeinträchtigt werden dürfen, wenn diese Beeinträchtigung auch die Aktionäre trifft.

fechten.¹¹¹⁹ Verletzt der Verwaltungsrat durch einen Beschluss oder auf andere Weise das Gleichbehandlungsgebot, so dürfte die Rechtsdurchsetzung – mangels Anfechtbarkeit von Verwaltungsratsbeschlüssen – mittels Verantwortlichkeitsklage durch die betroffenen Aktionäre aufgrund eines direkten Schadens erfolgen (vgl. Art. 754 OR).¹¹²⁰

- 576 Das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen kann eine Ungleichbehandlung von Aktionären rechtfertigen. Das Ziel weicht zwar vom Gleichbehandlungsgebot ab. Ausgangspunkt der Förderung und Begünstigung ist die Dauer der Kapitalbeteiligung des Aktionärs und nicht die Kapitalbeteiligung selbst. Es ist aber abstrakt betrachtet möglich, dass Ungleichbehandlungen aufgrund von Beschlüssen, die dieses Ziel verfolgen, *sachlich gerechtfertigt* werden können. Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen liegt im Interesse der Gesellschaft.¹¹²¹ Ob konkrete Beschlüsse zur Erreichung dieses Ziels zusätzlich verhältnismässig sind, wird bei der Untersuchung der Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen geprüft. Dazu müsste die Benachteiligung einzelner Aktionäre geeignet und erforderlich zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses sein und der Gesellschaft einen die Benachteiligung überwiegenden Vorteil bringen.¹¹²²

3. Wahrung des Rechtsmissbrauchsverbots

- 577 Das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist *nicht rechtsmissbräuchlich*.
- 578 Die Ausübung von Aktionärsrechten darf nicht in einer rechtsmissbräuchlichen Art und Weise erfolgen. Ein Mehrheitsentscheid im Aktienrecht ist im Sinne von Art. 2 Abs. 2 ZGB rechtsmissbräuchlich, wenn er sich nicht durch *vernünftige wirtschaftliche Erwägungen* rechtfertigen lässt, Sonderinteressen der Mehrheit grundlos bevorzugt und die Interessen der Minderheit offensichtlich beeinträchtigt.¹¹²³ Das Rechtsmissbrauchsverbot sollte in Anbetracht der grundsätzlichen Geltung

¹¹¹⁹ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

¹¹²⁰ BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717, N 36; vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 736 f. m.H. auf weitere mögliche Rechtsbehelfe.

¹¹²¹ Siehe vorne Rz. 563.

¹¹²² BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 15.

¹¹²³ BGE 95 II 157 E. 9c, S. 164; BGer 4C.386/2002, Urteil vom 12.10.2004, E. 3.4.1; BGer 4C.386/2002, Urteil vom 12.10.2004, E. 3.4.1; BGer, 4C.242/2001, Urteil vom 05.03.2003, E. 5.1; vgl. BGE 102 II 265 E. 2, S. 268.

des Mehrheitsprinzips in der Aktiengesellschaft mit Zurückhaltung angewendet werden. Es dient nicht zur Durchsetzung von Sonderanliegen der Minderheit.¹¹²⁴

Der *persönliche Anwendungsbereich* des Rechtsmissbrauchsverbots erstreckt sich 579 auf alle Rechtssubjekte in der Aktiengesellschaft. Die Organe und auch jeder einzelne Aktionär haben sich bei der Ausübung gesellschaftlicher Rechte an das Gebot von Treu und Glauben zu halten und dafür zu sorgen, dass sie andere dabei nicht in rechtsmissbräuchlicher Weise einschränken.¹¹²⁵

Das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen 580 liegt im Gesellschaftsinteresse und ist mithin geeignet, zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts beizutragen. Insofern lässt sich ein Beschluss, der zu diesem Ziel beiträgt, mit vernünftigen wirtschaftlichen Überlegungen rechtfertigen. Das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist deshalb *abstrakt betrachtet nicht rechtsmissbräuchlich*. Ob konkrete Beschlüsse zur Erreichung dieses Ziels ebenfalls dem Rechtsmissbrauchsverbot entsprechen, wird bei der Untersuchung der Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen geprüft.¹¹²⁶

¹¹²⁴ Zum Gesagten siehe VON DER CRONE, Aktienrecht, 1. Aufl., § 8 N 57.

¹¹²⁵ Vgl. vorne Rz. 74.

¹¹²⁶ Siehe im Einzelnen dazu hinten Rz. 879, 1099 ff., 1267 f., 1425 f.

§ 3 Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen

Nachdem hergeleitet wurde, dass das Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen aus aktienrechtlicher Sicht legitim ist, geht es darum, einzugrenzen, welche Konzepte sich zur Erreichung dieses Ziels eignen. 581

Die Ermittlung eines Normkonzepts mit Varianten erlaubt es, die inhaltlichen und formalen Grundsatzfragen der Zielverwirklichung durch Rechtsnormen zu klären. 582 Es gibt unterschiedliche gesetzliche Anknüpfungspunkte für Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Der Schwerpunkt der Untersuchung liegt – insbesondere aufgrund der aktienrechtlichen Legitimität der Zielsetzung – auf aktienrechtlichen Konzepten (I.). Es gibt unterschiedliche Regelungsinstrumente, namentlich Gebote und Verbote oder Anreize, um ein Ziel zu erreichen. Angesichts der uneinheitlichen empirischen Erkenntnisse ist es angezeigt, auf Regelungsinstrumente zu setzen, die Gesellschaften zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ermächtigen, indem sie deren Gestaltungsfreiheit erweitern (II.). Gesetzgeber im Ausland sind deshalb dazu übergegangen, Gesellschaften zur Einführung verschiedener *Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre* zu ermächtigen, die in der vorliegenden Untersuchung unter dem Begriff Loyalitätsaktien zusammengefasst werden. Eine rechtsvergleichende Darstellung liefert Anhaltspunkte für die Ausgestaltung und die Wirkungsweise von Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im schweizerischen Recht (III.).

Das Kapitel liefert die Grundlagen für die Beurteilung der Zulässigkeit von Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht und deren Ausgestaltung in der Praxis. 583

I. Grundsatzfragen der Zielverwirklichung

Im Rahmen eines *Normkonzepts* zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen wird die Art und Weise der Zielverwirklichung in den Grundzügen dargestellt. Es zeigt Möglichkeiten auf, wie das Ziel ausgehend vom ermittelten Ist-Zustand erreicht werden kann. 584

In inhaltlicher Hinsicht gibt das Normkonzept einen Überblick über die Möglichkeiten zur Erreichung des Ziels und ihre voraussichtlichen Wirkungen (A.). In formeller Hinsicht gibt es namentlich Aufschluss über die Abgrenzung des Regelungsgegenstands, die Regelungsart sowie die Regelungsichte und 585

-bestimmtheit (B.). Das Normkonzept ist Voraussetzung für eine harmonische und wirksame Regelung.¹¹²⁷

586 Inhaltliche und formelle Aspekte stehen in engem Zusammenhang zueinander. Der Inhalt eines Konzepts kann sich auf dessen Form auswirken; umgekehrt kann die Form des Konzepts dessen Inhalt mitbestimmen. Die unterschiedlichen Aspekte müssen deshalb aufeinander abgestimmt werden.¹¹²⁸

A. Inhaltliche Grundsatzfragen

1. Regelungsgegenstand

587 Gegenstand des Normkonzepts zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist die körperschaftliche *Rechtsbeziehung zwischen Gesellschaft und Aktionären*. Das Normkonzept betrifft mithin einen Regelungsgegenstand des Gesellschaftsrechts und insbesondere des Aktienrechts. Es lässt sich deshalb harmonisch in die bestehenden Regeln zur Organisation dieser Rechtsbeziehung einfügen.¹¹²⁹ Dazu gehören insbesondere die Bestimmungen zu den Mitgliedschaftsrechten und -pflichten der Aktionäre.¹¹³⁰

2. Geltungsbereich

588 Das Normkonzept lässt sich in sachlicher, persönlicher und zeitlicher Hinsicht begrenzen.¹¹³¹ Der sachliche Geltungsbereich ergibt sich aus dem Regelungsgegenstand. Es geht um die Förderung und Begünstigung langfristiger körperschaftlicher Rechtsbeziehungen zwischen Aktiengesellschaft und Aktionären. Der persönliche Geltungsbereich erstreckt sich auf Aktiengesellschaften nach schweizerischem Recht und deren Aktionäre. Eine Beschränkung des Normkonzepts auf börsenkotierte Gesellschaften erscheint trotz deren im Vergleich zu nicht börsenkotierten Gesellschaften stärkeren Betroffenheit nicht angezeigt, zumal das Phänomen der Kurzfristigkeit im Kern auch im Markt für ausserbörslichen Handel bestehen

¹¹²⁷ Zum Ganzen siehe BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, N 162; MÜLLER/UHLMANN, N 119; anhand eines Beispiels MÜLLER, Grundsätze, 294 ff.

¹¹²⁸ MÜLLER/UHLMANN, N 120, vgl. N 61, 219 ff.

¹¹²⁹ Eine Zusammenfassung in einem neuen Erlass bietet sich deshalb nicht an. Es ginge höchstens um eine Teilrevision. Vgl. hierzu MÜLLER/UHLMANN, N 187, 189.

¹¹³⁰ Vgl. Art. 660 ff. OR.

¹¹³¹ Vgl. MÜLLER/UHLMANN, N 191 ff.

kann.¹¹³² Weil es um ein unbefristetes Konzept geht, ist sein zeitlicher Geltungsbereich nicht eingeschränkt.

3. Art und Intensität des Eingriffs

Wie im Rahmen der Problemanalyse ermittelt wurde, bietet sich bei einem Konzept zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ein sanfter regulatorischer Eingriff an.¹¹³³ Eine inhaltliche Grundsatzentscheidung, die sich bei der Entwicklung eines Normkonzepts stellt, ist diejenige betreffend Art und Intensität des Eingriffs in die Freiheiten der betroffenen Rechtssubjekte. Ein Konzept zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sollte nach der präzisierten Zielsetzung vor allem auf das *Setzen von Anreizen* für langfristige Aktionärsbeteiligungen und auf eine verbesserte Kommunikation zwischen Gesellschaften und Aktionären ausgerichtet sein. Mit anderen Worten soll der Eingriff die gesellschaftsrechtliche Gestaltungsfreiheit durch die Ermächtigung zur Einräumung von Privilegien für langfristige Aktionäre erweitern, statt sie einzuschränken. 589

4. Zwischenfazit

Es genügt vorläufig, den Regelungsgegenstand, den Geltungsbereich sowie die Art und Intensität des regulatorischen Eingriffs zu definieren. Die konkreten *Vor- und Nachteile verschiedener Konzepte* zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen, die im Ausland Gegenstand der Rechtsordnung und in der Schweiz Gegenstand der Diskussion um die Weiterentwicklung des Aktienrechts sind, werden nach der Beantwortung der formellen Grundsatzfragen dargelegt. 590

¹¹³² Ausserdem lässt das Aktienrecht den Gesellschaften im Rahmen ihrer Statuten die Freiheit, eine grössere Differenziertheit zu schaffen. Kritisch gegenüber der immer stärkeren Differenzierung des Aktienrechts nach dem Kriterium der Börsenkotierung VOGT/BASCHUNG, 42 f. Zur unterschiedlichen Betroffenheit börsenkotierter und nicht börsenkotierter Gesellschaften siehe vorne Rz. 242 ff.

¹¹³³ Siehe vorne Rz. 533.

B. Formelle Grundsatzfragen

1. Regelungsart

- 591 Die festgestellten suboptimalen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt regeln sich nicht angemessen durch *Marktmechanismen*. Es ist zwar denkbar, dass Gesellschaften gerade in einem kurzfristigen Kapitalmarkt auch Anreize haben, Mechanismen zur langfristigen Steigerung der Wirtschaftlichkeit zu schaffen. Sie versprechen auf lange Sicht höhere Erträge.¹¹³⁴ Zudem könnte ausserbörsliches Beteiligungskapital (sog. *private equity*) mit langfristiger Anlagestrategie die suboptimalen Auswirkungen punktuell abfedern. Entsprechende Investoren könnten bei unter Druck stehenden Gesellschaften nach einer Dekotierung auf eine langfristige Geschäftsstrategie hinwirken und dadurch langfristig die Rentabilität steigern.¹¹³⁵ Und schliesslich könnte auch der Produktmarkt einer übermässig kurzfristigen Orientierung des Kapitalmarkts entgegenwirken. Eine übermässig kurzfristige Geschäftsstrategie könnte dazu führen, dass eine Gesellschaft mit ihren Produkten in technologischer oder anderer Hinsicht weniger konkurrenzfähig ist.¹¹³⁶ Angesichts der Erkenntnisse zur Wirkung freiwilliger Konzepte zur Förderung einer langfristigen Orientierung ist aber eher nicht damit zu rechnen, dass Marktmechanismen ein wirksames Mittel gegen kurzfristige Orientierung der Aktionäre sind.
- 592 Weil aus Gründen der Verhältnismässigkeit ein sanfter regulatorischer Eingriff zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen geboten ist, bietet sich eine *hybride Regelungsart* an. Einerseits sind die empirischen Erkenntnisse zu den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung zu wenig eindeutig, als dass sie eine für alle Rechtssubjekte verbindliche zwingende Regelung rechtfertigen würden.¹¹³⁷ Andererseits ist die Wirksamkeit von Soft-Law-Regeln zur Förderung einer langfristigen Orientierung mangels Verbindlichkeit eingeschränkt.¹¹³⁸ Es bie-

¹¹³⁴ Zum Gesagten vgl. ROE, Short-Termism, 987. Die Gesellschaften könnten im Rahmen ihrer Corporate Governance Anreize für langfristige Beteiligungen schaffen. Investoren könnten von einer langfristig ausgerichteten Anlagestrategie profitieren unter der Annahme, dass kurzfristiger Handel den Zeithorizont von Gesellschaften nachteilig verkürzt.

¹¹³⁵ Zum Gesagten siehe ROE, Short-Termism, 987 ff., mit Verweis auf Studien, die einen positiven Zusammenhang zwischen Übernahmen durch Private-Equity-Gesellschaften und dem F&E-Investitionsvolumen bzw. der Anzahl Patentierungen und den positiven Auswirkungen von Hedgefonds-Aktivismus feststellten.

¹¹³⁶ Zum Gesagten siehe ROE, Short-Termism, 989.

¹¹³⁷ Vgl. vorne Rz. 548.

¹¹³⁸ Vgl. vorne Rz. 523.

tet sich deshalb eine Zwischenlösung in Form einer dispositiven gesetzlichen Regelung an. Das Konzept könnte Gesellschaften ermächtigen, Aktionären unter einer bestimmten Bedingung bezüglich der Dauer der Aktionärsbeteiligung bestimmte Privilegien einzuräumen. Es handelt sich dabei um eine Mischung zwischen einer konditionalen und einer relationalen Regelungsart.¹¹³⁹ Das Gesetz kann die Bedingung für eine Privilegierung bestimmen. Die Gesellschaften dürfen sich im Rahmen ihrer Gestaltungsfreiheit, z.B. mittels Statutenbestimmung, dafür entscheiden, von dieser Möglichkeit Gebrauch zu machen.¹¹⁴⁰

2. Normstufe und systematische Einordnung

a) Normstufe

Das Normkonzept zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen steht auf der Erlassstufe eines *Bundesgesetzes*.¹¹⁴¹ Es betrifft einen Teil des Gesellschaftsrechts und fällt somit unter die Regelungskompetenz des Bundes im Bereich des Zivilrechts.¹¹⁴²

b) Systematische Einordnung

aa) Einordnung im Aktienrecht

Es bietet sich eine Einordnung des Normkonzepts zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im *Aktienrecht* an. Das Aktienrecht ist in erster Linie Organisationsrecht. Es geht darum, der Gesellschaft einen gesetzlichen Ordnungsrahmen zu bieten, der es ihr ermöglicht, im Rahmen ihrer Gestaltungsfreiheit mittels Statuten und Reglementen eine möglichst effiziente Gesellschaftsordnung zu schaffen. Eine Gesellschaft könnte zum Beispiel die Rechtsbeziehung zu ihren Aktionären, unter Vorbehalt der Zulässigkeit,¹¹⁴³ so gestalten, dass langfristig beteiligte Aktionäre begünstigt werden.

¹¹³⁹ Zu den Regelungsarten siehe MÜLLER/UHLMANN, N 257 ff.

¹¹⁴⁰ Zur relationalen Regelungsart bzw. zur gesteuerten Selbstregulierung siehe MÜLLER/UHLMANN, N 485 ff. m.w.H. Diese Bezeichnung ist vorliegend allerdings nicht ganz zutreffend, weil es nicht um die Delegation von Rechtsetzungsbefugnissen an Private geht, sondern vielmehr um das Ausnutzen der verfassungsrechtlich garantierten Gestaltungsfreiheit (zur Gestaltungsfreiheit siehe vorne Rz. 281 ff.).

¹¹⁴¹ Für eine Übersicht über die Erlassformen siehe BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, 548 ff.

¹¹⁴² Siehe vorne Rz. 543.

¹¹⁴³ Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit einer Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre siehe hinten Rz. 861 ff., 1094 ff., 1265 ff., 1423 ff.

- 595 Ein aktienrechtliches Normkonzept würde sich harmonisch in den 26. Titel des Obligationenrechts zur Aktiengesellschaft einfügen.¹¹⁴⁴ Anknüpfungspunkt wären die Bestimmungen des zweiten Abschnitts des Aktienrechts betreffend die *Rechte und Pflichten der Aktionäre*.¹¹⁴⁵ Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und die Schaffung einer in Bezug auf die Dauer der Aktionärsbeteiligung ausgewogenen Aktionärsbasis ist eine aus aktienrechtlicher Sicht legitime Zielsetzung. Sie kann mithin im Gesellschaftsinteresse liegen.¹¹⁴⁶ Ein ihr folgendes aktienrechtliches Normkonzept führt deshalb nicht zu einem Widerspruch. Es wahrt die innere Systematik des Aktienrechts.¹¹⁴⁷
- 596 Die systematische Einordnung des Normkonzepts zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Aktienrecht ermöglicht eine *verhältnismässige Umsetzung*. Es gehört zu einer effizienten Gesellschaftsordnung, dass allfällige suboptimale Auswirkungen kurzfristiger Aktionärsbeteiligungen angemessen reduziert werden. Es wäre mangels gesicherter Nachweise für suboptimale Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft nicht verhältnismässig, eine gesetzliche Regelung einzuführen, die sämtliche Aktiengesellschaften verpflichtet, langfristig beteiligte Aktionäre zu privilegieren.¹¹⁴⁸ Auch eine Pflicht mit der Möglichkeit einer statutarischen Wegbedingung wäre nicht verhältnismässig.¹¹⁴⁹ Es spricht angesichts der festgestellten negativen Auswirkungen auf einzelne Unternehmen aber nichts dagegen, den Gesellschaften die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zu ermöglichen.¹¹⁵⁰

bb) Einordnung im Rechnungslegungsrecht

- 597 Ebenfalls denkbar, aber nicht verhältnismässig wäre die systematische Einordnung des Normkonzepts im *Rechnungslegungsrecht*, d.h. im 32. Titel des Obligationenrechts.¹¹⁵¹ Mit Vorschriften zur strategischen Geschäftsberichterstattung könnte auf

¹¹⁴⁴ Vgl. Art. 620 ff. OR.

¹¹⁴⁵ Vgl. Art. 660 ff. OR.

¹¹⁴⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 563.

¹¹⁴⁷ Zur Vermeidung von Widersprüchen und zu den unterschiedlichen Arten von Widersprüchen siehe MÜLLER/UHLMANN, N 211 ff.

¹¹⁴⁸ Zu den empirischen Erkenntnissen betreffend gesamtwirtschaftliche Auswirkungen siehe vorne Rz. 442 ff.

¹¹⁴⁹ Zu einer analogen Regelung im französischen Recht vgl. hinten Rz. 639.

¹¹⁵⁰ Zum US-amerikanischen Recht vgl. ROE, Short-Termism, 983, der allerdings angesichts der unterschiedlichen empirischen Erkenntnisse der Meinung ist, die kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt sollte die Gesetzgebung im Gesellschaftrecht nicht beeinflussen.

¹¹⁵¹ Vgl. Art. 957 ff. OR.

eine verbesserte Kommunikation zwischen Gesellschaft und Aktionären hingewirkt werden.¹¹⁵²

Eine allgemein verbindliche Revision, wie die Änderung des Rechnungslegungsrechts, wäre angesichts der uneinheitlichen empirischen Erkenntnisse allerdings *nicht verhältnismässig*.¹¹⁵³ Zudem lässt sich eine verbesserte Kommunikation gegenüber den Aktionären auch auf andere Weise erreichen. Eine Privilegierung von Aktionären aufgrund der Dauer ihrer Beteiligung erfordert Kenntnis über deren Identität. Die Einführung von Privilegien für langfristig beteiligte Aktionäre könnte dazu führen, dass mehr Aktionäre ihre Identität gegenüber der Gesellschaft offenlegen.¹¹⁵⁴ Das würde es der Gesellschaft erlauben, ihre strategischen Ziele direkt einer grösseren Anzahl Aktionäre gegenüber zu kommunizieren. Eine zusätzliche Reform der Vorschriften des Rechnungslegungsrechts ist deshalb nicht unbedingt notwendig.

cc) Einordnung im Kapitalmarktrecht

Es wäre möglich, mit zusätzlichen Vorschriften im *Kapitalmarktrecht* auf eine längerfristige Orientierung der Anleger hinzuwirken. Die Emittenten könnten beispielsweise verpflichtet werden, den Anlegern gegenüber insbesondere langfristige Informationen offenzulegen. Sachliche Anknüpfungspunkte einer solchen Regelung wären die Kotierungsreglemente der Börsen SIX und BX Swiss. Mit einer Ergänzung von Art. 35 FinfraG könnten die Börsen verpflichtet werden, Vorschriften über die Offenlegung langfristiger Informationen durch die Emittenten zu erlassen.¹¹⁵⁵ Es handelt sich dabei um eine Erscheinungsform gesteuerter Selbstregulierung.¹¹⁵⁶ Die Umsetzung könnte im Kotierungsreglement selbst oder in einer dazugehörigen Richtlinie erfolgen.¹¹⁵⁷

¹¹⁵² Zu dieser Stossrichtung der Zielerreichung siehe vorne Rz. 589.

¹¹⁵³ Siehe vorne Rz. 548.

¹¹⁵⁴ Indem sie sich z.B. ins Aktienbuch eintragen lassen. Zum Vorteil von Namenaktien in Bezug auf die Kommunikation mit den Aktionären vgl. SANWALD, Inhaberaktien, 26 m.w.H.

¹¹⁵⁵ Ein neuer Art. 35 Abs. 2^{bis} FinfraG könnte wie folgt lauten: «Zu den Informationen gemäss Absatz 2 Buchstabe b zählen insbesondere Informationen zu langfristigen Geschäftszielen und Erträgen.»

¹¹⁵⁶ Zu verschiedenen Regelungsinstrumenten siehe hinten Rz. 607.

¹¹⁵⁷ So z.B. in der Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance der SIX Exchange Regulation vom 20. März 2018 (RLCG).

600 Eine Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Kapitalmarktrecht erscheint *nicht verhältnismässig*. Ansatzpunkte für eine Lösung des Problems auf dieser Ebene wären angemessen, wenn sich aus der empirischen Forschung suboptimale Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts insgesamt ergäben. Das ist nicht der Fall.¹¹⁵⁸ Deshalb erscheinen die Erlasse des Kapitalmarktrechts nicht als geeignete Anknüpfungspunkte für die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Zudem dürfte das im Vordergrund stehende Mittel im Kapitalmarktrecht, die Erhöhung der Transparenz hinsichtlich langfristiger Informationen, nur unwesentlich zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen beitragen.¹¹⁵⁹

dd) Einordnung im Steuerrecht

601 Es wäre denkbar, dass Aktionäre, die ihre Beteiligungen langfristig halten, mit unterschiedlichen Mitteln *steuerrechtlich privilegiert* werden.¹¹⁶⁰ Ein möglicher Ansatzpunkt wäre die Besteuerung des Hochfrequenzhandels in Form einer Finanztransaktionssteuer. Sie könnte dazu beitragen, dass Anleger ihre Beteiligungen länger halten.¹¹⁶¹ Es ist aber nicht sicher, dass die Einführung einer Finanztransaktionssteuer die gewünschten Auswirkungen hat. So könnten Anleger ausweichen auf andere Länder ohne entsprechende Steuerbelastung oder auf andere Finanzprodukte, bei denen kurzfristiger Handel nicht besteuert wird.¹¹⁶² Denkbar wären auch degressive Steuersätze mit steigender Haltedauer.¹¹⁶³

602 Eine Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen in der Steuergesetzgebung wäre *nicht verhältnismässig*. Unter Vorbehalt der praktischen Umsetzung eines solchen Vorhabens wäre die steuerrechtliche Privilegierung lang-

¹¹⁵⁸ Siehe vorne Rz. 476 ff. Die festgestellten suboptimalen Auswirkungen sind von Gesellschaft zu Gesellschaft unterschiedlich. Mutmasslich treffen sie börsenkotierte Gesellschaften stärker (siehe vorne Rz. 242 ff.). Gesichert ist dieser Befund allerdings nicht, weil sich die meisten dargelegten Untersuchungen auf börsenkotierte Gesellschaften beschränken.

¹¹⁵⁹ Zur eingeschränkten Wirksamkeit von Transparenzvorschriften in Bezug auf die kurzfristige Orientierung des Kapitalmarkts siehe vorne Rz. 519.

¹¹⁶⁰ Zu entsprechenden Forderungen im Ausland siehe COFFEE/PALIA, 594, 606; FRIED, 1573 f.; SORKIN, Section B, 1; vgl. zur Idee im deutschen Recht bereits in den 1930er-Jahren KISSKALT, 501.

¹¹⁶¹ Zum Gesagten siehe STIGLITZ, 109; STRINE, Sustainable Capitalism, 18; SUMMERS/SUMMERS, 272.

¹¹⁶² Zum Gesagten siehe SCHWERT/SEGUIN, 27, 30, 34.

¹¹⁶³ ASPEN INSTITUTE, 3; LOWENSTEIN, Wall Street, 204 f.; STRINE, Sustainable Capitalism, 17 f.; vgl. DAVIES et al., 25.

fristiger Aktionärsbeteiligungen verhältnismässig, wenn gesicherte empirische Erkenntnisse zu den negativen Auswirkungen kurzfristiger Aktionärsbeteiligungen auf die Gesamtwirtschaft vorlägen.¹¹⁶⁴ Nur dann erscheint eine Regelung, die sämtliche Aktionäre und Gesellschaften betrifft, angemessen. Die aktuellen empirischen Erkenntnisse zur Thematik der kurzfristigen Orientierung im Kapitalmarkt lassen keine klaren Rückschlüsse auf negative Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft zu.¹¹⁶⁵ Es wäre deshalb aufgrund der geltenden Faktenlage nicht verhältnismässig, langfristige Aktionärsbeteiligungen mit steuerrechtlichen Mitteln zu fördern und zu begünstigen.

ee) Zwischenfazit

Ein Normkonzept zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sollte aus zwei Gründen im Aktienrecht eingeordnet werden. Erstens ist dessen Zielsetzung aus aktienrechtlicher Sicht legitim. Eine in Bezug auf die Dauer der Beteiligung ausgewogene Aktionärsbasis kann durchaus im Interesse der Gesellschaft liegen.¹¹⁶⁶ Zweitens ermöglicht eine aktienrechtliche Regelung einen *sanften regulatorischen Eingriff* mittels dispositiver Regelung. Eine dispositive Regelung ermächtigt Gesellschaften dazu, im Rahmen der internen Organisation Massnahmen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zu ergreifen, sofern sie es für richtig erachten. Eine Verpflichtung ist damit nicht verbunden.¹¹⁶⁷ Ein solcher sanfter und zugleich wirksamer regulatorischer Eingriff wäre bei einer anderen systematischen Einordnung nicht möglich.¹¹⁶⁸

¹¹⁶⁴ Insbesondere bei den Aktien nicht börsenkotierter Gesellschaften wäre eine Privilegierung in der Praxis nur umzusetzen durch zusätzliche steuerrechtliche Meldepflichten der Aktionäre und/oder der Gesellschaften in Bezug auf die Haltedauer.

¹¹⁶⁵ Siehe vorne Rz. 467 ff.

¹¹⁶⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 563.

¹¹⁶⁷ In diese Richtung gingen auch die Überlegungen eines europäischen Expertengremiums zur Weiterentwicklung des EU-Gesellschaftsrechts. Siehe hierzu ENGRÁCIA ANTUNES et al., 46 f.

¹¹⁶⁸ Eine börsenrechtliche Verpflichtung zur Offenlegung langfristiger Informationen im Sinne einer gesetzlich verankerten Selbstregulierung wäre zwar auch ein geringer regulatorischer Eingriff. Die Wirksamkeit von Transparenzvorschriften in Bezug auf die kurzfristige Orientierung von Aktionären ist aber umstritten (siehe vorne Rz. 600).

3. Regelungsaufbau

- 604 Das Normkonzept zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen lässt sich am besten nach *sachlichen Kriterien* gliedern.¹¹⁶⁹ Anknüpfungspunkt für eine Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre sind die Individualrechte und -pflichten. Eine Anknüpfung an die Aktionärsrechte und -pflichten ermöglicht eine dispositive Regelung, welche die Gesellschaften durch Aufnahme in ihre Statuten übernehmen können, sofern sie es wünschen.¹¹⁷⁰
- 605 Denkbar ist eine Besserstellung langfristig beteiligter resp. eine Schlechterstellung kurzfristig beteiligter Aktionäre in Bezug auf die drei Arten von *Individualrechten*: vermögensmässige Rechte¹¹⁷¹, Mitwirkungsrechte¹¹⁷² und Schutzrechte¹¹⁷³. Die Ungleichbehandlung von Aktionären aufgrund der Dauer der Beteiligung kann unter gegebenen Umständen gerechtfertigt werden und würde deshalb nicht zwingend zu einem inneren Widerspruch im Aktienrecht führen.¹¹⁷⁴
- 606 Es wäre auch denkbar, kurzfristig beteiligten Aktionären *mehr Pflichten* aufzuerlegen. Dies würde allerdings in einem Widerspruch zur beschränkten Leistungspflicht der Aktionäre gemäss Art. 680 Abs. 1 OR stehen. Der Grundsatz der be-

¹¹⁶⁹ Zu den unterschiedlichen Kriterien für die Gliederung eines Erlasses siehe BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, 612 ff.; MÜLLER/UHLMANN, N 204 ff.

¹¹⁷⁰ Eine solche Regelung würde wie folgt beginnen: «Die Statuten können vorsehen, dass [...]» (vgl. z.B. den Wortlaut von Art. 656g Abs. 2 OR).

¹¹⁷¹ Recht auf Dividende (Art. 660 Abs. 1 OR); Recht auf einen Anteil am Liquidationserlös (Art. 660 Abs. 2 OR); Recht auf Bauzinsen (Art. 676 OR); Recht auf Benutzung der gesellschaftlichen Anlagen (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 N 125 ff.).

¹¹⁷² Stimmrecht (Art. 692 ff. OR) und Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung (Art. 689 f. OR); Recht auf Einladung und Bekanntgabe der Traktanden (Art. 700 OR); Meinungsäusserungs- und Antragsrechte (vgl. z.B. Art. 700 Abs. 4 OR); Recht auf Einsprache gegen unbefugte Teilnahme (Art. 691 OR); Recht auf Einsicht in die Protokolle der Generalversammlung (Art. 702 Abs. 4 bzw. 5 OR).

¹¹⁷³ Bezugsrecht (Art. 652b OR); Vorwegzeichnungsrecht (Art. 653c OR); Recht auf Bekanntgabe des Geschäftsberichts (Art. 689 f. OR); Informations- und Kontrollrechte (Art. 697–697h^{bis} OR); Recht auf Feststellung der Nichtigkeit (Art. 706b OR); Recht zur Verantwortlichkeitsklage (Art. 752 ff. OR); Recht auf Rückerstattung von Leistungen (Art. 678 OR); Recht auf unabhängige und qualifizierte Revisoren (Art. 728 OR); Recht auf Abberufung der Liquidatoren (Art. 741 Abs. 2 OR); Recht zur Auflösungsklage (Art. 736 Abs. 1 Ziff. 4 OR). Die Qualifikation des Bezugs- und Vorwegzeichnungsrechts als Schutzrecht ist angelehnt an VOGT, Gesellschaftsrecht, Ziff. 13.4.3. Vgl. demgegenüber VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 16 N 768.

¹¹⁷⁴ Zur Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung aufgrund der Dauer der Beteiligung siehe hinten Rz. 976 ff., 1151 ff., 1317 ff., 1478 ff.

schränkten Leistungspflicht ist von grundlegender Bedeutung für die AG als Organisationsform.¹¹⁷⁵ Eine Relativierung durch die Einführung weiterer aktienrechtlicher Pflichten wäre kein sanfter regulatorischer Eingriff, sondern käme einem Paradigmenwechsel gleich. Ein solcher Eingriff wäre angesichts der uneinheitlichen empirischen Erkenntnisse zu den Auswirkungen kurzfristig beteiligter Aktionäre nicht verhältnismässig.¹¹⁷⁶

II. Regelungsinstrument

A. Übersicht über mögliche Regelungsinstrumente

Bei der Entwicklung von Normkonzepten stehen *verschiedene Regelungsinstrumente* zur Auswahl, die sich insbesondere in Bezug auf die Art und Intensität des Eingriffs unterscheiden. 607

- *Gebote und Verbote* schreiben den Normadressaten ein bestimmtes Verhalten vor. Sie können zwingender oder dispositiver Natur sein.
- Mit *Anreizen* wird versucht, die Normadressaten mit dem Einräumen von Vorteilen oder der Belastung mit Nachteilen zu einem bestimmten Verhalten zu bewegen.
- Eine *Lenkung von Verhalten* wird auch durch das Bereitstellen von Leistungen, Organisationen und Verfahren erreicht, die von den Normadressaten in Anspruch genommen werden können.
- *Ausgleichsregelungen* ermöglichen eine Umverteilung zwischen den Normadressaten, wie z.B. Regeln zum Ersatz von Schäden oder zur Umverteilung von Einkommen und Vermögen.
- Es gibt auch *unverbindliche Regelungsinstrumente*, wie z.B. Empfehlungen, mit denen Normadressaten zu einem Verhalten bewegt werden sollen.

¹¹⁷⁵ Vgl. BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 1 («Fundamentalnorm des Aktienrechts»); zur Relativierung des Grundsatzes durch finanzmarktrechtliche Aktionärspflichten und durch die Einführung der Stimm- und Offenlegungspflicht von Vorsorgeeinrichtungen gem. Art. 22 f. VegüV siehe VON BÜREN/BÄHLER, 401, bzw. Praxiskomm VegüV-APPENZELLER/MÜLLER, Art. 22, N 68.

¹¹⁷⁶ Zu den empirischen Erkenntnissen siehe vorne Rz. 342 ff.

- Und schliesslich gibt es die *gesteuerte Selbstregulierung*, die den Normadressaten einen gewissen Rahmen gibt, innerhalb dessen sie privatautonome Regeln erlassen können.¹¹⁷⁷

B. Angemessenheit von Anreizen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen

- 608 Von einem gesetzlichen Gebot oder Verbot zur Förderung und Begünstigung langfristiger Orientierung im Kapitalmarkt ist abzusehen. Die *Unangemessenheit eines Gebots oder Verbots* ergibt sich aus drei Gründen: Erstens wäre ein gesetzliches Gebot langfristigen Haltens von Aktien oder ein Verbot kurzfristigen Haltens angesichts der uneinheitlichen empirischen Erkenntnisse zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt unverhältnismässig.¹¹⁷⁸ Zweitens stünde es in Widerspruch zu Fundamentalnormen des Aktienrechts.¹¹⁷⁹ Und drittens erlaubt es dem Gesetzgeber nicht, der Heterogenität unter den Aktiengesellschaften Rechnung zu tragen.¹¹⁸⁰
- 609 Im Sinne eines sanften regulatorischen Eingriffs ist ein *weiches Regelungsinstrument* zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zu bevorzugen.¹¹⁸¹ Mit *Anreizen* könnten langfristig beteiligten Aktionären bestimmte Vorteile im Zusammenhang mit ihren Individualrechten eingeräumt werden oder kurzfristig beteiligten Aktionären bestimmte Nachteile auferlegt werden.¹¹⁸² Es wäre aufgrund der uneinheitlichen empirischen Erkenntnisse zu den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung zwar ebenfalls nicht angemessen, eine Privilegie-

¹¹⁷⁷ Für ein Beispiel hierfür siehe Art. 35 FinfraG i.V.m. Art. 33 FinfraV, mit dem der Gesetzgeber den Börsen vorschreibt, in einem gesetzlich bestimmten Rahmen ein Reglement über die Zulassung von Effekten zum Handel, insbesondere über die Kotierung von Effekten zu erlassen. Zum Ganzen und für eine Übersicht über die Regelungsinstrumente siehe DELLEY, 103 ff.; DELLEY/FLÜCKIGER, 91 f.; vgl. BUNDESAMT FÜR JUSTIZ, 839 ff.; zum deutschen Recht HELLGARDT, 504 ff.

¹¹⁷⁸ Siehe vorne Rz. 533 und 606.

¹¹⁷⁹ Siehe vorne Rz. 606.

¹¹⁸⁰ Zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 3 f.

¹¹⁸¹ Nicht zu verwechseln mit einer Soft-Law-Regelung. Letztere basiert nicht auf Steuerung durch den Gesetzgeber.

¹¹⁸² Weil das Aufrechterhalten der Beteiligung ein individueller Entscheid jedes Aktionärs ist, sollten entsprechende Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen an die Individualrechte anknüpfen. Minderheitenrechte sind kein geeigneter Anknüpfungspunkt. Für eine Übersicht über die Minderheitenrechte siehe VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 16 N 771 ff.

nung oder eine Belastung gesetzlich vorzuschreiben. Das Aktienrecht eröffnet jedoch die Möglichkeit, die Gesellschaften zum Schaffen entsprechender Anreize auf statutarischer Grundlage zu ermächtigen. Es bliebe somit den Gesellschaften überlassen, ob sie langfristige Aktionärsbeteiligungen fördern und begünstigen wollen. Eine solche Kompromissregelung trägt den unter Umständen unterschiedlichen Regelungsbedürfnissen aller Gesellschaften Rechnung und wahrt zugleich die Gestaltungsfreiheit der Gesellschaften. Dabei mag zwar nicht sicher sein, ob in jedem Fall die erforderliche Mehrheit zur Einführung solcher Anreize erreicht wird.¹¹⁸³ Trotzdem erscheint ein weiches Regelungsinstrument angesichts der unterschiedlichen empirischen Erkenntnisse angemessen.

Die Notwendigkeit der Einführung eines ausdrücklichen Normkonzepts zur Zielerreichung ist abhängig davon, ob eine *Ungleichbehandlung von Aktionären* aufgrund der Dauer ihrer Beteiligung bereits nach geltendem Recht zulässig ist. Die Privilegierung von Aktionären aufgrund ihrer Beteiligungsdauer ist nur zulässig, wenn sie nicht gegen das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot verstößt. Die Vereinbarkeit dieser Privilegierung mit dem Gleichbehandlungsgebot ist umstritten. Kommt man zum Schluss, dass die Dauer der Beteiligung ein sachliches Kriterium für eine Ungleichbehandlung ist, ist die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre durch statutarische Bestimmungen – unter dem Vorbehalt der Verhältnismässigkeit – zulässig. In diesem Falle müsste das Gesetz die Gesellschaften nicht ausdrücklich dazu ermächtigen. Kommt man indes zu einer anderen Beurteilung, bedürfte es der Einführung einer Ermächtigungsnorm. 610

Unabhängig von der Zulässigkeit der Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre nach geltendem Recht sollte sich der Gesetzgeber bei der Wahl des Regelungsinstruments auf ein weiches Mittel beschränken. Deshalb werden in der Folge aktienrechtliche Konzepte vorgestellt, welche die *Gestaltungsfreiheit* im Sinne der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen erweitern, ohne den Gesellschaften verbindliche Vorgaben zu machen. Diese sanfte Form der Regulierung trägt der Komplexität des zugrunde liegenden Problems angemessen Rechnung und wahrt die Freiheit der Normadressaten, kurzfristige Orientierung im Kapitalmarkt zu reduzieren, sofern sie es für nötig erachten.¹¹⁸⁴ 611

¹¹⁸³ Zu diesem Argument im Zusammenhang mit der Einführung von Loyalitätsstimmrechten vgl. ERNST & YOUNG, 80; ROE/CENZI VENEZZE, 499 f.

¹¹⁸⁴ Vgl. zu den Vorzügen sanfter regulatorischer Eingriffe im Allgemeinen SUNSTEIN, *Why nudge?*, 17 und *passim*; im Besonderen in Bezug auf Loyalitätsaktien BOLTON/SAMANA, *Loyalty-Shares*, 40; DELVOIE/CLOTTENS, 24.

C. Anreize und Paternalismus

- 612 Ein Normkonzept, das den Gesellschaften und somit letztlich den Aktionären die Wahlfreiheit überlässt, langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern und zu begünstigen, ist Ausdruck des sogenannten *schonendsten Paternalismus*.¹¹⁸⁵
- 613 Der Paternalismusidee liegt die Theorie der *eingeschränkten Rationalität* zugrunde. Der Theorie zufolge treffen Menschen Entscheidungen zwar im Kern rational, aber innerhalb der Grenzen der verfügbaren Informationen und somit eingeschränkt rational.¹¹⁸⁶ Zusätzlich zu dieser eingeschränkten Rationalität zeigen Menschen systematische Abweichungen von rationalem Entscheidungsverhalten, besonders wenn sie Entscheide unter Unsicherheiten treffen. Die Abweichungen sind Ausdruck intuitiver Entscheidungsfindung mittels Faustregeln.¹¹⁸⁷
- 614 Anhänger der *Idee des libertären Paternalismus* sehen Eingriffe in die Privatautonomie als Mittel zur Vermeidung von empirisch belegten Entscheidungsfehlern. Sie verhelfen derjenigen Entscheidung zum Durchbruch, welche die Gesamtwohlfahrt steigert, und bewahren die Normadressaten somit vor fehlerbehafteten Entscheidungen. Sie leiten aus den systematischen Abweichungen von rationalem Entscheidungsverhalten rechtspaternalistische Handlungsempfehlungen ab.¹¹⁸⁸
- 615 Weil die Verhaltensökonomik sich als rein deskriptive Theorie über das menschliche Verhalten versteht, bedarf das Herleiten rechtspolitischer Forderungen nach einer paternalistischen Intervention einer eigenständigen *normativen Rechtfertigung*.¹¹⁸⁹ Die Verfechter des libertären Paternalismus sehen die Rechtfertigung der Interventionen in der wohlfahrtsfördernden und zugleich freiheitswahrenden Wirkung der Intervention.¹¹⁹⁰
- 616 Es gibt aber auch Kritik an der Paternalismusidee. Diese wohlfahrtsfördernde Wirkung einer Intervention kann von den Normadressaten zunichte gemacht oder ins

¹¹⁸⁵ Vgl. hierzu VAN AAKEN, 109.

¹¹⁸⁶ SIMON, 99 ff., insb. 114.

¹¹⁸⁷ Zur entsprechenden Forschung von KAHNEMAN und TVERSKY siehe die eigenen Darstellungen in KAHNEMAN, *Bounded Rationality*, 1449 ff.; KAHNEMAN, *Judgement and Choice*, 697 ff., jeweils m.w.H.

¹¹⁸⁸ Zum Gesagten vgl. JOLLS/SUNSTEIN/THALER, 1541 ff.; SUNSTEIN, *Behavioral Analysis*, 1178; THALER/SUNSTEIN, *passim*.

¹¹⁸⁹ VAN AAKEN, 110; zur Bildung einer verhaltenswissenschaftlich informierten Norm siehe auch ENGEL, 394 ff.

¹¹⁹⁰ FLEISCHER/SCHMOLKE/ZIMMER, 46.

Gegenteil verkehrt werden.¹¹⁹¹ Zudem haftet dem Paternalismus ein *Heterogenitätsproblem* an. Eine paternalistische Intervention trägt der Vielfalt der Normadressaten nicht Rechnung. Weil nicht alle Normadressaten gleichermassen Entscheidungsfehlern unterliegen, kann rationalen Individuen durch eine Intervention ein Nachteil entstehen, ohne dass sie einen Vorteil daraus ziehen könnten.¹¹⁹² Und schliesslich kann auch der Intervenient systematischen Entscheidungsfehlern unterliegen, weil er kaum wissen dürfte, was die Normadressaten für gut und richtig halten.¹¹⁹³

Der Kritik am libertären Paternalismus versuchen die Fürsprecher des schonenden Paternalismus Rechnung zu tragen. Interventionen sollten sich möglichst darauf beschränken, den Normadressaten *Wahlhilfen* bei der Willensbildung und Ausübung zu geben. Zugleich sollten sie den rationalen Normadressaten zumindest eine kostengünstige Möglichkeit geben, von der Intervention ausgenommen zu sein.¹¹⁹⁴ 617

Ein Normkonzept, das den Gesellschaften ermöglicht, im Rahmen ihrer Gestaltungsfreiheit Massnahmen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zu ergreifen, trägt der Kritik an paternalistischen Interventionen Rechnung. Es anerkennt die Vielfalt der Aktiengesellschaften. Rationale Gesellschaften, d.h. solche, deren Aktionäre bei der Bewertung langfristiger Erträge keinen systematischen Fehlern unterliegen, mithin langfristige Erträge nicht übermässig abzinsen, könnten auf das Ergreifen von Massnahmen verzichten. Das vorliegend postulierte Normkonzept, das auf Anreizen für privatautonome Massnahmen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen beruht, ist somit Ausdruck eines möglichst schonenden Paternalismus. 618

¹¹⁹¹ WEGNER, *passim*.

¹¹⁹² Zum Gesagten siehe FLEISCHER/SCHMOLKE/ZIMMER, 47. Daran anknüpfend ist das Konzept des asymmetrischen Paternalismus, vgl. CAMERER et al., 1219, *passim*.

¹¹⁹³ Dabei geht es beim Paternalismus gerade darum, Entscheidungsoptionen so zu beeinflussen, dass es den Entscheidungsträgern *nach ihrer eigenen Wahrnehmung* besser geht. Vgl. hierzu THALER/SUNSTEIN, 5; eingehend zum Wissensdefizit des Paternalisten RIZZO/WHITMAN, 905 ff.

¹¹⁹⁴ Oder statt der Möglichkeit eines *Opting-out* die Intervention im Sinne eines *Opting-in* an eine Willensäusserung der Normadressaten zu knüpfen. Zum Gesagten vgl. THALER/SUNSTEIN, 81 ff.; VAN AAKEN, 109.

III. Übersicht über unterschiedliche Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen

- 619 Rechtsvergleichung und Rechtsgeschichte können ein Hilfsmittel zur Entwicklung eines Normkonzepts sein.¹¹⁹⁵ Sie zeigen die *Wirksamkeit verschiedener Lösungsmöglichkeiten* auf.¹¹⁹⁶ Mit einem Blick auf die Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Orientierung im Kapitalmarkt im Ausland lässt sich beurteilen, welche Konzepte sich zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen in der Schweiz eignen und wie diese Konzepte umgesetzt werden könnten.
- 620 Der Schwerpunkt der Übersicht liegt auf verschiedenen, im Rahmen der Aktienrechtsrevision diskutierten und teilweise in anderen Rechtsordnungen bereits umgesetzten Konzepten sogenannter Loyalitätsaktien (A.). *Loyalitätsaktien* sind Stammaktien,¹¹⁹⁷ die dem Eigentümer aufgrund einer langfristigen Haltedauer bestimmte Privilegien im Zusammenhang mit seinen Mitgliedschaftsrechten vermitteln.¹¹⁹⁸ Zudem werden die Grundzüge anderer Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen dargestellt. Dazu gehören Loyalitätsoptionen für Aktionäre (B.), die Privilegierung langfristiger beteiligter Aktionäre im Rahmen der Prozentvinkulierung (C.) und weitere Privilegien in Bezug auf Mitgliedschaftsrechte (D.).¹¹⁹⁹ Dabei werden jeweils die drei folgenden Elemente angesprochen: der Regelungsgegenstand (1.), die Verbreitung des Normkonzepts in verschiedenen Rechtsordnungen (2.) sowie die Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen und auf den Kapitalmarkt (3.).

¹¹⁹⁵ Zur Bedeutung von Rechtsvergleichung und Rechtsgeschichte für die Entwicklung von Normkonzepten siehe NOLL, 88 ff.; WIDMER, Rechtsvergleichung, 12; WYSS, 259 ff.; vgl. KUNZ, Swiss Approach, 269, 272 f.

¹¹⁹⁶ MÜLLER/UHLMANN, N 138.

¹¹⁹⁷ Aktien, die den Vorzugs- und Stimmrechtsaktien gegenüberstehen und kein entsprechendes Privileg geniessen.

¹¹⁹⁸ Eingehend zum Begriff hinten Rz. 622 ff.

¹¹⁹⁹ Vgl. BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 41, die sog. Loyalitätsoptionen ebenfalls als eine Art von Loyalitätsaktien qualifizieren. Vorliegend wird zwischen Loyalitätsaktien und -optionen unterschieden, weil Letztere dem Aktionär ein Privileg im Zusammenhang mit der Ausgabe von Aktionärsoptionen vermitteln, nicht aber im Zusammenhang mit seinen Mitgliedschaftsrechten.

A. Loyalitätsaktien

1. Regelungsgegenstand

Der Begriff Loyalitätsaktien wurde in der parlamentarischen Beratung zur Aktienrechtsrevision unterschiedlich verstanden.¹²⁰⁰ Gerade bei Loyalitätsaktien ist deshalb neben einer Umschreibung des Regelungsgegenstands (a) auch eine Abgrenzung angezeigt (b).¹²⁰¹ 621

a) Umschreibung

Loyalitätsaktien sind eine besondere Ausprägung von *Stammaktien*, die dem Eigentümer auf statutarischer Grundlage ab einer bestimmten ununterbrochenen Haltedauer Privilegien im Zusammenhang mit seinen Mitgliedschaftsrechten vermitteln. Der Begriff fasst somit unterschiedliche Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre zusammen.¹²⁰² 622

In der vorliegenden Untersuchung wird davon ausgegangen, dass Aktionäre ab einer ununterbrochenen *Haltedauer von zwei Jahren* als langfristig gelten.¹²⁰³ Die dargestellten Konzepte basieren auf dieser Annahme. 623

Das Normkonzept der Loyalitätsaktien ist nach *sachlichen Kriterien* gegliedert. Je nach Mitgliedschaftsrecht, an das die Privilegien anknüpfen, ist zu unterscheiden zwischen den folgenden Instrumenten: 624

- Loyalitätsstimmrechte, die dem langfristig beteiligten Aktionär mehr Stimmrechte vermitteln, knüpfen an die *Mitwirkungsrechte* an;¹²⁰⁴

¹²⁰⁰ Vgl. Votum Rieder, AmtlBull SR 2019, 497, der die in der Schweiz vorgeschlagenen Loyalitätsaktien mit gleichnamigen Konzepten in anderen Ländern vergleicht. Der Vergleich ist nur teilweise richtig. Die Mehrheit der genannten Länder kennt einzig sog. Loyalitätsstimmrechte, d.h. Loyalitätsaktien mit Stimmrechtsprivileg. Ein solches Privileg war im Beschluss des Nationalrats gerade nicht vorgesehen (zu den Beschlüssen siehe vorne Rz. 227).

¹²⁰¹ Zur Umschreibung und Abgrenzung siehe bereits BURCKHARDT, Loyalitätsaktien, 369 ff.

¹²⁰² Vgl. auch VON DER CRONE/MOHASSEB, 792 («Sammelbegriff für verschiedene Privilegien»).

¹²⁰³ Vgl. vorne Rz. 319.

¹²⁰⁴ Zu entsprechenden Regelungen in ausländischen Rechtsordnungen vgl. vorne Rz. 231 bei und in Fn. 428.

- Loyalitätsdividenden, die dem langfristig beteiligten Aktionär eine höhere Dividende oder einen höheren Anteil am Liquidationserlös vermitteln, knüpfen an die *vermögensmässigen Rechte* an;¹²⁰⁵
 - Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, die dem langfristig beteiligten Aktionär ein Vorzugsrecht oder einen tieferen Ausgabebetrag im Rahmen einer genehmigten oder bedingten Kapitalerhöhung oder einer Kapitalerhöhung im Rahmen eines Kapitalbands vermitteln, knüpfen an die *Schutzrechte* an.¹²⁰⁶
 - Loyalitätsoptionen im Sinne von Optionsrechten, die im Rahmen des bedingten Kapitals ausschliesslich den langfristig beteiligten Aktionären zukommen oder diesen zu günstigeren Bedingungen als den anderen Aktionären zugeteilt werden, knüpfen *sinngemäss an die Schutzrechte* an.¹²⁰⁷
- 625 Es gibt Stimmen in der Lehre, die den Begriff Loyalitätsaktien als missverständlich erachten.¹²⁰⁸ Die Frage, ob der Begriff Loyalitätsaktien für Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen *zutreffend* ist, hat eine formelle und eine materielle Komponente.¹²⁰⁹
- 626 Der Begriff Loyalitätsaktien ist in formeller Hinsicht zutreffend. Er mag zunächst missverständlich sein, weil man daraus schliessen könnte, dass es sich dabei um eine eigene Kategorie von Aktien handelt. Diese Bedenken erübrigen sich aber nicht, wenn man dem Konzept eine andere Terminologie, wie z.B. Bonusaktien oder Haltedauer-Vorzugsaktien, gibt.¹²¹⁰ Die Privilegien knüpfen eben gerade nicht allein an die Aktionärs Eigenschaft – d.h. den Umstand, dass jemand eine bestimmte Aktie einer Gesellschaft hält – an, sondern an die *Haltedauer einer Aktie*

¹²⁰⁵ Art. 661a E-OR N 2020; zu entsprechenden Regelungen in ausländischen Rechtsordnungen vgl. vorne Rz. 231 bei und in Fn. 429.

¹²⁰⁶ Art. 652b Abs. 5, Art. 652b^{bis}, Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis}, Art. 653c Abs. 1 E-OR N 2020; zum Ganzen vgl. DAENIKER, Loyalitätsaktien, 150, jedoch ohne Berücksichtigung der Möglichkeit von Loyalitätsbezugsrechten und des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts.

¹²⁰⁷ Vgl. Art. 653c Abs. 1 OR, gemäss dem die Vorschriften über das Bezugsrecht bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen sinngemäss anwendbar sind. Zur Qualifikation des Bezugsrechts als Schutzrecht siehe vorne Fn. 1173.

¹²⁰⁸ Vgl. FORSTMOSER/KÜCHLER, Aktienrechtsreform, 19, Fn. 62; VON DER CRONE, Aktienrechtsrevision, der die Begriffe Bonusaktien oder Haltedauer-Vorzugsaktien passender findet.

¹²⁰⁹ Zur Diskussion betreffend Begrifflichkeiten siehe bereits BURCKHARDT, Loyalitätsaktien, 370 f.

¹²¹⁰ Zum Gesagten vgl. die Nachweise vorne in Fn. 1208.

durch denselben Aktionär. Wird eine gewöhnliche Stammaktie während einer bestimmten Dauer von demselben Aktionär gehalten, kann sie gemäss Generalversammlungsbeschluss bezüglich Aktionärsrechte privilegiert behandelt werden. Sie behält ihr Wesen als Stammaktie und erhält zusätzlich den bedingten Charakter einer Loyalitätsaktie, welcher dem Halter ein Privileg vermittelt. Die Bedingung besteht darin, dass der Aktionär die Aktie während einer bestimmten Haltedauer gehalten hat. Weil sich Loyalitätsaktien insofern von gewöhnlichen Stammaktien unterscheiden, ist es aus formeller Sicht zutreffend, von Loyalitätsaktien zu sprechen und sie mithin auch sprachlich von Stammaktien abzuheben.¹²¹¹

Die Verwendung des Begriffs Loyalitätsaktien ist auch in materieller Hinsicht zutreffend. Langfristige Aktionärsbeteiligungen oder zumindest eine in Bezug auf die Haltedauer ausgewogene Aktionärsbasis können im Interesse der Gesellschaft liegen. Hält ein Aktionär seine Beteiligung langfristig, kann das zur *nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts* beitragen und somit Ausdruck von Loyalität gegenüber der Gesellschaft sein.¹²¹² Loyalitätsaktien haben zum Ziel, langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern und zu begünstigen.¹²¹³ Der Begriff ist deshalb in materieller Hinsicht zutreffend. 627

b) Abgrenzung

Loyalitätsaktien sind abzugrenzen von *Vorzugsaktien*.¹²¹⁴ Letztere sind zwar ebenfalls in vermögensrechtlicher Hinsicht, namentlich hinsichtlich Dividende und Liquidationsanteil, gegenüber den Stammaktien privilegiert. Deren Einführung bedarf aber – im Gegensatz zu Loyalitätsaktien mit Dividendenprivileg – zusätzlich der Schaffung einer separaten Aktienkategorie.¹²¹⁵ Die privilegierte Behandlung von Stammaktien im Sinne von Loyalitätsaktien bedarf nach dem zu prüfenden Konzept lediglich der entsprechenden Generalversammlungsbeschlüsse. Bei der Schaffung von Vorzugsaktien ist ebenfalls der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre zu beachten. Bei einer Umwandlung bestehender Aktien in Vorzugs- 628

¹²¹¹ Es wäre indes auch denkbar, den Begriff Loyalität nur im Zusammenhang mit dem Privileg zu verknüpfen, das eine langfristig gehaltene Aktie dem Eigentümer vermittelt. Ist dieses Privileg eine höhere Dividende, würde man von einer Loyalitätsdividende sprechen.

¹²¹² Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 563.

¹²¹³ BURCKHARDT, Loyalitätsaktien, 377; vgl. Votum Vogler, AmtlBull NR 2018, 1061; zum niederländischen Recht Kamerstukken II 2014/15, 31789, Nr. 64, 22 f.

¹²¹⁴ Vgl. Art. 654 ff. OR, Art. 656 Abs. 2 OR.

¹²¹⁵ BÖCKLI, Aktienrecht, § 3 N 167; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 41 N 29.

aktien muss dieses Privileg grundsätzlich allen bestehenden Aktionären zukommen.¹²¹⁶

- 629 Loyalitätsaktien sind auch abzugrenzen von *Stimmrechtsaktien*.¹²¹⁷ Durch die Einführung von Stimmrechtsaktien wird einer Kategorie von Aktien eine im Verhältnis zur Kapitalbeteiligung überproportionale Stimmkraft eingeräumt. Die Einführung bedarf somit – im Gegensatz zu Loyalitätsaktien mit Stimmrechtsprivileg – der Schaffung einer separaten Aktienkategorie. Im Unterschied zu Loyalitätsaktien mit Stimmrechtsprivileg ist die überproportionale Stimmkraft aber nicht bedingt durch eine bestimmte Haltedauer der Aktie durch denselben Aktionär. Das bedeutet eine Abweichung vom Grundsatz der Stimmkraft entsprechend dem Kapitalanteil hin zum sog. Stückstimmrecht. Die Einführung sogenannter echter Stimmrechtsaktien, d.h. Aktien mit gleichem Nennwert, aber unterschiedlicher Stimmkraft, ist nach schweizerischem Recht nicht zulässig.¹²¹⁸
- 630 Vorzugs- und Stimmrechtsaktien sind *nicht geeignet* für eine Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Die Verknüpfung der Vorzugsrechte mit der Haltedauer des Titels dürfte praktisch kaum umsetzbar sein.¹²¹⁹ Zunächst ist unklar, ob die Beschränkung der Privilegierung auf langfristig gehaltene Aktien das Gleichbehandlungsprinzip verletzt. Selbst wenn eine solche Beschränkung zulässig wäre, würde das Vorzugsrecht oder das überproportionale Stimmrecht einer Aktie im Falle einer Übertragung nicht automatisch entzogen. Eine Umwandlung von Vorzugsaktien oder Stimmrechtsaktien in Stammaktien wäre nicht praktikabel.¹²²⁰ Mit der Einführung von Vorzugs- oder Stimmrechtsaktien könnten langfristige Aktionärsbeteiligungen somit höchstens einmalig retrospektiv belohnt statt nachhaltig prospektiv gefördert und begünstigt werden.

¹²¹⁶ Zum Gesagten siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 3 N 188; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 41 N 26, 45. Zur Ausnahme einer gerechtfertigten Ungleichbehandlung siehe BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 15.

¹²¹⁷ Vgl. Art. 693 OR.

¹²¹⁸ BÖCKLI, Aktienrecht, § 3 N 144; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 N 95 ff.

¹²¹⁹ Im Ergebnis auch FORSTMOSER, CSR, 179.

¹²²⁰ Zum niederländischen Recht vgl. Schlussfolgerungen von Generalanwalt Timmerman zu Hoge Raad der Niederlanden, 07/11510 (CW 2516), Urteil vom 14.12.2007, in: NJ 2008/105, 943 ff., E. 3.58.

2. Verbreitung

a) *Loyalitätsstimmrechte*

Loyalitätsstimmrechte sind die weltweit *am weitesten verbreiteten Vorzugsrechte* 631 für langfristig beteiligte Aktionäre. Zum einen gibt es in vier europäischen Ländern ausdrückliche Gesetzesbestimmungen, die Aktiengesellschaften ermächtigen, Aktionären, die ihre Beteiligung seit mindestens zwei Jahren halten, mittels Statutenbestimmungen mehr Stimmrechte zu gewähren.¹²²¹ Eine Untersuchung in einem dieser Länder, Frankreich, hat gezeigt, dass Loyalitätsstimmrechte in Gesellschaften mit Streubesitz weniger weit verbreitet und weniger intensiv genutzt sind als in Gesellschaften mit einem Mehrheitsaktionär.¹²²² Zum anderen gibt es Rechtsordnungen, in denen das Einführen entsprechender Stimmrechtsprivilegien in die Statuten implizit erlaubt ist und deshalb in der Unternehmenspraxis vereinzelt vorkommt.¹²²³

b) *Loyalitätsdividenden*

Loyalitätsdividenden kommen in der Rechtswirklichkeit ebenfalls vor und sind 632 nach Loyalitätsstimmrechten das *am zweitmeisten verbreitete Konzept* unter den in der vorliegenden Arbeit geprüften Konzepten. Es gibt in Frankreich und Italien ausdrückliche Gesetzesbestimmungen, die Aktiengesellschaften ermächtigen, Aktionären, die ihre Beteiligung seit mindestens zwei Jahren halten, mittels Statutenbestimmungen eine höhere Dividendenausschüttung zu gewähren.¹²²⁴ Zudem ist in den Niederlanden eine Gesellschaft bekannt, die Loyalitätsdividenden ohne aus-

¹²²¹ Es sind dies in chronologischer Reihenfolge der Einführung Frankreich, Italien, Belgien und Spanien. Zur Verbreitung in Frankreich siehe CHÊNE, 27. Der Autor stellte im Rahmen einer Untersuchung von 190 Gesellschaften aus dem «SBF 250»-Index fest, dass knapp 70% dieser Gesellschaften am 01.01.2005 Loyalitätsstimmrechte eingeführt hatten; vgl. ROE/CENZI VENEZZE, 499, Fn. 124, gemäss denen im Dezember 2020 67.5% der Gesellschaften aus dem «CAC-40»-Index Loyalitätsstimmrechte eingeführt hatten. Zur Verbreitung in Italien siehe MIO/SOERGER ZARO/FASAN, 1791, gemäss deren Studie bis im Jahre 2017 24 Gesellschaften Loyalitätsstimmrechte eingeführt hatten.

¹²²² Siehe ROE/CENZI VENEZZE, 487 f., u.a. m.H. auf VAN DER ELST, 37.

¹²²³ Namentlich die USA und die Niederlande. Zur Verbreitung in den USA siehe BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, 305 ff.; CONAGHAN et al., 23; DALLAS/BARRY, 592 f. Zur Zulässigkeit und Verbreitung in den Niederlanden siehe Rechtbank Amsterdam C13678130/KG ZA 20–17, Urteil vom 26.02.2020, E. 4.3 (Urteil angefochten); beispielhaft FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES N.V.

¹²²⁴ Siehe vorne Rz. 231 bei und in 428.

drückliche gesetzliche Ermächtigungsnorm einführen wollte.¹²²⁵ Auch in Frankreich gab es bereits vor Inkraftsetzung der Gesetzesbestimmungen einige Gesellschaften, die auf eigene Initiative hin Loyalitätsdividenden auf statutarischer Grundlage einführen wollten oder bereits eingeführt hatten.¹²²⁶ In der Unternehmenspraxis in Frankreich scheinen Loyalitätsdividenden insgesamt stärker verbreitet zu sein als in Italien.¹²²⁷ Zurzeit haben in Frankreich u.a. die Air Liquide S.A., Engie S.A., L'Oréal S.A. und Sodexo S.A. – allesamt im «CAC 40»-Index – Loyalitätsdividenden eingeführt.¹²²⁸ In anderen Ländern waren Loyalitätsdividenden bislang höchstens Gegenstand rechtspolitischer Diskussionen.¹²²⁹

c) Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht

- 633 Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht kommen zurzeit – soweit ersichtlich – noch in keiner Rechtsordnung vor. Es handelt sich dabei um ein *neuartiges Konzept*, das erstmals in der Aktienrechtsrevision in der Schweiz Gegenstand rechtspolitischer Diskussionen wurde.¹²³⁰

¹²²⁵ Eingehend zum Fall der niederländischen Gesellschaft Koninklijke DSM N.V. LENNARTS/KOPPERT-VAN BEEK, 173 ff.; zu einem nicht näher erörterten Beispiel in den USA vgl. CONAGHAN et al., 23.

¹²²⁶ Die Lehre ging davon aus, dass Loyalitätsdividenden auch ohne ausdrückliche gesetzliche Ermächtigungsnorm zulässig sind. Siehe hierzu ENGEL/TROUSSIÈRE, étude n° 4-433; PELTIER, 553.

¹²²⁷ Zur Verbreitung in Frankreich siehe BURCKHARDT, Loyalitätsaktien, 380; zur Verbreitung in Italien vgl. SIENA, 177, gemäss dem Zweifel an der Verfassungskonformität der Grund für die geringe Verbreitung von Loyalitätsdividenden in Italien sein dürften; ähnlich STELLA RICHTER, problemi, 94; STELLA RICHTER, considerazioni, 63.

¹²²⁸ Bis 2018 zahlte auch die Bank Crédit Agricole S.A. 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, abrufbar unter <<https://perma.cc/W5SE-3QYA>> [abgerufen am 11.01.2023]). Daneben haben auch weitere börsennotierte Gesellschaften Loyalitätsdividenden eingeführt, z.B. die Électricité de France S.A. und die Albioma S.A. (ALBIOMA S.A., Art. 46; ELECTRICITÉ DE FRANCE S.A., Art. 24 Ziff. 2). Über die Verbreitung unter nicht börsennotierten Gesellschaften gibt es keine Erhebungen.

¹²²⁹ Siehe z.B. für die Schweiz DAENIKER, Loyalitätsaktien, 162 f.; für Deutschland HABERSACK, E 90.

¹²³⁰ Zu den entsprechenden Bestimmungen im Gesetzesentwurf siehe im Einzelnen hinten Rz. 1517.

3. Auswirkungen

a) Auswirkungen von Loyalitätsstimmrechten

aa) Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen

Aufgrund der Verbreitung von Loyalitätsstimmrechten lassen sich deren Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen aus *Theorie und Praxis* ermitteln. In einem ersten Schritt wird dargelegt, inwieweit Loyalitätsstimmrechte in der Theorie auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen einer Gesellschaft wirken können. In einem zweiten Schritt wird anhand empirischer Erkenntnisse der Zusammenhang zwischen der Einführung von Loyalitätsstimmrechten und der Dauer der Aktionärsbeteiligungen aufgezeigt.¹²³¹ 634

Das Konzept der Loyalitätsstimmrechte geht von der Annahme aus, dass *Anreize* wichtig sind.¹²³² Die meisten Aktionäre sind nicht intrinsisch loyal gegenüber der Gesellschaft.¹²³³ Ihr Anlageverhalten kann von kurzfristiger Gewinnorientierung geprägt sein. Die Loyalität der Aktionäre kann gefördert werden, wenn sie in finanzieller Hinsicht belohnt wird.¹²³⁴ Sollen Aktionäre ihre Aktien langfristig halten, müssen die entsprechenden Belohnungen oder Anreize auf Langfristigkeit ausgerichtet sein.¹²³⁵ 635

Es ist zweifelhaft, ob die Einführung von Loyalitätsstimmrechten einen Beitrag zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen leistet. Angelehnt an das theoretische Modell von HIRSCHMAN zu Abwanderung, Widerspruch und Loyalität haben finanzielle Anreize für Aktionäre zum Ziel, deren Loyalität zu fördern. Sie beeinflussen das Verhältnis zwischen den Handlungsoptionen Abwanderung und Widerspruch zugunsten von Letzterem.¹²³⁶ Das Stimmrechtsprivileg ist ebenfalls auf ein gewisses 636

¹²³¹ Zur Bedeutung der Empirie bei der Evaluation der Eignung von Konzepten zur Erreichung eines Regelungsziels siehe HELLGARDT, 493.

¹²³² Vgl. KAY, Final Report, 5 («Incentives matter: not because, as some people crudely think, financial rewards are the only human motivation – although there are some people of whom that is true, and many of them are to be found in the financial sector.»).

¹²³³ Vgl. vorne Fn. 449.

¹²³⁴ Vgl. BOLTON/SAMANA, Long-term Investors, 2; KAY, Final Report, 5; Schlussfolgerungen von Generalanwalt Timmerman zu Hoge Raad der Nederlanden, 07/11510 (CW 2516), Urteil vom 14. 12. 2007, in: NJ 2008/105, 943 ff., E. 3.58.

¹²³⁵ Zur Bedeutung der Überbrückung der Fristigkeiten zwischen Aktionären und Verwaltungsrat bzw. Gesellschaft vgl. vorne Rz. 213.

¹²³⁶ Auf diese Weise versuchen sie, die Anzahl engagierter Aktionäre zu erhöhen (in der Terminologie von PORTER, siehe vorne Rz. 410 bei und in Fn. 774) und eine psycholo-

Mass an Langfristigkeit ausgerichtet.¹²³⁷ Es setzt dem Aktionär aber einen lediglich mittelbar finanziellen Anreiz.¹²³⁸ Eine Steigerung des Einflusses auf die Gesellschaft in Form von mehr Stimmrechten lässt sich zwar wirtschaftlich bewerten. Die Höhe der Bewertung dürfte aber davon abhängen, ob die zusätzlichen Stimmrechte dem Aktionär einen massgeblich grösseren Einfluss geben.¹²³⁹ Es ist zweifelhaft, ob sich ein Aktionär zu einer langfristigen Beteiligung bewegen lässt, wenn er das in Aussicht gestellte Privileg nicht unmittelbar finanziell bewerten kann. Selbst wenn er durch das Privileg eine kontrollierende Mehrheit hätte, führt das nicht zwingend dazu, dass er die Beteiligungen längerfristig hält.¹²⁴⁰ Auf die Haltedauer grösserer passiver Anleger, wie z.B. Indexfonds, die Beteiligungen ohnehin langfristig halten und somit grundsätzlich in den Genuss des Privilegs kommen, dürften Loyalitätsstimmrechte grundsätzlich kaum einen Einfluss haben,¹²⁴¹ ebenso wenig auf die Haltedauer von Kleinanlegern.¹²⁴²

logische Eigentümerschaft im Gegensatz zu einer rein rechtlichen Eigentümerschaft zu fördern (vgl. hierzu SIKAVICA/HILLMAN, 2 ff.). Zum Modell von Abwanderung, Widerspruch und Loyalität gem. HIRSCHMAN siehe vorne Rz. 48.

¹²³⁷ Eine Aktie ist dem Konzept zufolge stimmrechtsprivilegiert, wenn der Aktionär sie ununterbrochen während einer bestimmten Mindestdauer gehalten hat.

¹²³⁸ Loyalitätsstimmrechte geben dem Aktionär ein Mittel, mit einem grösseren Einfluss bei Abstimmungen darauf hinzuwirken, den Wert des Unternehmens und somit seiner Beteiligung zu steigern.

¹²³⁹ Das wäre z.B. der Fall, wenn die zusätzlichen Stimmrechte dem Aktionär bei Abstimmungen eine Kontrollmehrheit verschaffen, mit der er in einer wertsteigernden Art und Weise auf die Geschicke der Gesellschaft Einfluss nehmen kann.

¹²⁴⁰ Vgl. ROE/CENZI VENEZZE, 477 ff. Zum einen könnte das Privileg einen schlecht diversifizierten kontrollierenden Aktionär dazu veranlassen, einige Aktien zu verkaufen, um zu diversifizieren, während das Privileg ihm die weitere Kontrolle sichern würde. Weil dann ein geringerer Teil seines Vermögens im Unternehmen investiert wäre, könnte die Bindung des kontrollierenden Aktionärs an die Gesellschaft eher abnehmen. Zum anderen kann er den Wert des Stimmrechts der Treueaktien nicht ohne Weiteres zu Geld machen, zumal die Aktien mit doppeltem Stimmrecht beim Verkauf zu Aktien mit einfachem Stimmrecht werden, mithin ihren Mehrwert verlieren. Seine kontrollierende Mehrheit kann er nicht ohne Weiteres an einen Aussenstehenden verkaufen, der eine langfristige Vision für das Unternehmen hat.

¹²⁴¹ ROE/CENZI VENEZZE, 481 f. bei und in Fn. 33, mit dem Hinweis, dass Indexfonds ausnahmsweise nicht in den Genuss des Privilegs kommen, wenn vorausgesetzt wird, dass sie während der massgeblichen Haltedauer auch im Aktienbuch eingetragen sind, sie aber nicht eingetragen sein wollen, weil sie Aktien für Finanzgeschäfte wie z.B. die Effektenleihe verwenden möchten.

¹²⁴² Zumal ihr Anteil und damit ihr Einfluss auf die Gesellschaft, ob mit oder ohne Privileg, klein ist, ROE/CENZI VENEZZE, 486; ferner krit. hinsichtlich des Nutzens von

Die bisherigen empirischen Erkenntnisse legen den Schluss nahe, dass Loyalitätsstimmrechte *keinen Beitrag zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen* leisten. Sie bleiben deshalb – zumindest teilweise – hinter den in sie gelegten Erwartungen zurück, wie nachfolgend aufgezeigt wird.¹²⁴³ Die empirische Evidenz beschränkt sich auf die USA, Frankreich und Italien.¹²⁴⁴ 637

Eine Untersuchung aus den USA hat zwei Erkenntnisse zum Zusammenhang zwischen Loyalitätsstimmrechten und langfristigen Aktionärsbeteiligungen gebracht: Die untersuchten Unternehmen mit Loyalitätsstimmrechten hatten *keinen höheren Anteil langfristig beteiligter Aktionäre* als Unternehmen ohne Loyalitätsstimmrechte.¹²⁴⁵ Vielmehr nahm der Anteil langfristiger Aktionärsbeteiligungen bei den besagten Unternehmen nach der Einführung von Loyalitätsstimmrechten kontinuierlich ab.¹²⁴⁶ Die Ergebnisse der Untersuchung sind mit Vorsicht zu interpretieren. Erstens umfasste die Studie lediglich eine kleine Anzahl Unternehmen. Zweitens ist unklar, ob der Anteil langfristiger Aktionärsbeteiligungen ohne Loyalitätsstimmrechte nicht noch tiefer gewesen wäre. Und drittens könnte die effektive Anzahl vorzugsberechtigter Aktionäre höher liegen als die der Untersuchung zugrunde liegenden Zahlen aus der Berichterstattung der Unternehmen.¹²⁴⁷ 638

Jüngere Untersuchungen zu Loyalitätsstimmrechten in Frankreich und Italien bestätigen den Befund, dass Loyalitätsstimmrechte keinen Beitrag zu langfristigen 639

Loyalitätsstimmrechten und vergleichbaren Anreizsystemen JUNG, Loyalitäts- und Aktivitätsprämien, 125.

¹²⁴³ Vgl. z.B. FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES N.V., Ziff. 2, gemäss der Loyalitätsstimmrechte zur Stabilität des Aktionariats beitragen sollen.

¹²⁴⁴ Zu den USA siehe DALLAS/BARRY, 541 ff.; GORDON, Dual Class Common Stock, 84 f., mit einer Übersicht über fünf US-amerikanische Gesellschaften mit Loyalitätsstimmrechten; zu FR siehe BECHT/KAMISARENKA/PAJUSTE, 1 ff.; CHÊNE, 1 ff.; zu IT siehe MOSCA, 271 f., 287 ff.

¹²⁴⁵ DALLAS/BARRY, 627 f., die von der Klassifizierung nach Umschlagsrate gemäss BUSHEE, R&D Investment, 305 ff., ausgingen und die Ergebnisse mit den Erkenntnissen seiner Forschung verglichen.

¹²⁴⁶ DALLAS/BARRY, 628 ff.

¹²⁴⁷ Zum Gesagten siehe DALLAS/BARRY, 592 f., 629 ff. Die Studie umfasste die Daten von zwölf Unternehmen. Lediglich vier davon legten über den gesamten Untersuchungszeitraum die Daten des Anteils von Aktionären offen, die von den Loyalitätsstimmrechten profitierten. Die Autoren vermuten zudem, dass gewisse Aktionäre ihre Beteiligungen zwar über die vorausgesetzte Haltedauer gehalten, den erforderlichen Nachweis gegenüber der Gesellschaft aber nicht erbracht haben.

Aktionärsbeteiligungen leisten.¹²⁴⁸ Seit 2014 schreibt das französische Recht Loyalitätsstimmrechte für börsenkotierte Aktiengesellschaften als Standardregel vor, von der die Gesellschaften mittels qualifizierter Mehrheit abweichen können.¹²⁴⁹ Die Gesetzesänderung in Sachen Loyalitätsstimmrechte hat *keine Stärkung der langfristigen Aktionärsstruktur* von Gesellschaften zur Folge gehabt.¹²⁵⁰ Zudem scheint der Anteil ausländischer institutioneller Investoren bei Gesellschaften, die nicht von der gesetzlichen Standardregel betreffend Loyalitätsstimmrechte abweichen, abzunehmen. Soweit ausländische institutionelle Investoren als langfristige Aktionäre gelten, legt dieser Umstand den Schluss nahe, dass Loyalitätsstimmrechte nicht zur langfristigen Ausrichtung des Aktionariats beitragen.¹²⁵¹ Immerhin enthält eine jüngere Studie betreffend italienische Gesellschaften Hinweise dafür, dass Loyalitätsstimmrechte mit einer Reduktion des Ertragsmanagements, eine mögliche Stellvertretervariable für kurzfristige Orientierung der Geschäftsleitung,¹²⁵² einhergehen können.¹²⁵³

¹²⁴⁸ Zur selben Schlussfolgerung kommen ROE/CENZI VENEZZE, 496 m.w.H., die aufzeigen, dass in der Tendenz der Einfluss bestehender kontrollierender Aktionäre und derjenige ausländischer Investoren geschwächt wird.

¹²⁴⁹ Vgl. Art. L225–123 Abs. 3 C.Com/FR; BECHT/KAMISARENKA/PAJUSTE, 16 f.

¹²⁵⁰ BECHT/KAMISARENKA/PAJUSTE, 12. Die durchschnittliche Haltedauer von Beteiligungen der untersuchten Gesellschaften nach der Reform unterschied sich nicht signifikant von derjenigen vor der Reform. Die Studie umfasste Daten von 104 Gesellschaften aus dem «SBF 120»-Index. Einschränkend ist anzumerken, dass sich die Beurteilung nach der Reform nur auf das Jahr 2016 beschränkte. Inwieweit sich die Haltedauer danach veränderte, wurde nicht ermittelt.

¹²⁵¹ Zum Gesagten vgl. BOURVEAU/BROCHET/GAREL, 3, 11 ff. Die Autoren stellten zudem fest, dass der Markt positiv auf das Wegbedingen der Regelung betreffend Loyalitätsstimmrechte reagiert. Mit gegenteiliger Schlussfolgerung für den italienischen Kapitalmarkt BENA et al., 19 f., 23 f.; ferner CHÊNE, 41 ff., der bei einem Vergleich der Kurs-Buchwert-Verhältnisse von 181 Gesellschaften aus dem «SBF 250»-Index – teilweise mit Loyalitätsstimmrechten, teilweise ohne – keine signifikanten Unterschiede feststellte. Die Auswirkungen von Loyalitätsstimmrechten auf die Dauer der Aktionärsbeteiligung hat er nicht untersucht.

¹²⁵² Zu den Stellvertretervariablen kurzfristiger Orientierung siehe vorne Rz. 320.

¹²⁵³ Vgl. MIO/SOERGER ZARO/FASAN, 1793 ff. Die Autoren untersuchten eine steigende Anzahl Unternehmen mit Loyalitätsstimmrechten im Zeitraum von 2008 bis 2017. Die Autoren sprechen pauschal von Loyalitätsaktien. Untersucht wurden aber lediglich Unternehmen mit Loyalitätsstimmrechten. Das ergibt sich aus den Ausführungen auf Seite 1791, bei denen die Autoren sagen, dass der Gesetzgeber Loyalitätsaktien im Jahre 2014 erlaubte. In diesem Jahr wurden Loyalitätsstimmrechte in Italien gesetzlich erlaubt (siehe vorne Fn. 428).

Loyalitätsstimmrechte tragen somit nicht zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen bei. Sie dienen in erster Linie der *Steigerung der Kontrolle von Grossaktionären* über eine Gesellschaft. Loyalitätsstimmrechte können dazu beitragen, dass kontrollierende Aktionäre im Falle einer Kapitalerhöhung ihren Einfluss unabhängig vom Bezugsrecht wahren können.¹²⁵⁴ Insofern wirken sie ähnlich wie Stimmrechtsaktien.¹²⁵⁵ Es gibt jedoch zurzeit keine Hinweise, dass sie einen Beitrag zur Förderung der Aktionärsloyalität leisten. 640

bb) Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

Es gibt *Bedenken* hinsichtlich der potenziellen Auswirkungen von verschiedenen Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen auf den Kapitalmarkt. Sie betreffen insbesondere die Liquidität.¹²⁵⁶ 641

Es wird befürchtet, die Belohnung loyaler Aktionäre könnte eine *geringere Liquidität* des Aktienhandels zur Folge haben.¹²⁵⁷ Je geringer die Liquidität eines Aktientitels ist, desto grösser ist das Risiko, dass die Beteiligung nicht jederzeit ge- und verkauft werden kann.¹²⁵⁸ Darüber hinaus kann eine geringere Liquidität die Kosten für die Kapitalbeschaffung des Unternehmens erhöhen.¹²⁵⁹ Es ist wahrschein- 642

¹²⁵⁴ DALLAS/BARRY, 575, 642.

¹²⁵⁵ Zum Gesagten siehe BECHT/KAMISARENKA/PAJUSTE, 11 f., 14; Vos, 13, 17 m.H. auf die Erkenntnisse einer Tagung des ECGI zum Thema «Loyalty Shares» vom Sommer 2018; vgl. DALLAS/BARRY, 550, 641 («intermediate step between one-share-one-vote and dual-class stock»). Zur Abgrenzung von Loyalitätsstimmrechten zu Stimmrechtsaktien siehe vorne Rz. 629.

¹²⁵⁶ Vgl. BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 43 ff., die sich zudem zur Vermögensumverteilung von kurzfristigen zu langfristigen Aktionären und der Volatilität äussern.

¹²⁵⁷ Zu den Bedenken in der Politik in CH: Votum Leutenegger Oberholzer, AmtlBull NR 2018, 1102; in NE: Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 9; NETHERLANDS FINANCIAL INVESTMENTS, 46; im Weiteren BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 44; ERNST & YOUNG, 82, 89; zu den entsprechenden Bedenken spezifisch in Bezug auf Loyalitätsdividenden siehe VON DER CRONE/MOHASSEB, 793; zum niederländischen Recht vgl. DE BEURS, 15 f. mit theoretischen Modellen betr. Liquiditätsabnahme; ähnlich DUFFHUES, 310 f.

¹²⁵⁸ Zu diesem Risiko vgl. HENCKEL VON DONNERSMARCK, 48 f.; zum niederländischen Recht Kamerstukken II 2014/15, 31789, Nr. 64, 23; NETHERLANDS FINANCIAL INVESTMENTS, 46.

¹²⁵⁹ Zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2014/15, 31789, Nr. 64, 23; DUFFHUES, 308. Das wiederum könne zu vermehrten Verkäufen der Aktien und somit einem sinkenden Aktienkurs führen.

lich, dass die Förderung und Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre mit Privilegien einen beruhigenden Effekt auf den Handel hat. Das ist unter anderem ein Zweck von Loyalitätsaktien. Soweit das Handelsvolumen im Kapitalmarkt übermässig ist, ist ein beruhigender Effekt auf den Handel auch nicht gänzlich nachteilig.¹²⁶⁰ Es ist umstritten, ob Loyalitätsstimmrechte negative Auswirkungen auf die Liquidität einer Aktie haben.¹²⁶¹ Bei einer Gesellschaft mit Loyalitätsstimmrechten dürften tendenziell mehr Aktien frei handelbar sein, zumal die Aktionäre mit einer verhältnismässig kleineren Kapitalbeteiligung einen grösseren Einfluss ausüben können.¹²⁶² Eine empirische Untersuchung des französischen Kapitalmarkts kam demgegenüber zum Schluss, dass sich Loyalitätsstimmrechte bei kleineren Gesellschaften, insb. Familiengesellschaften, positiv auf die Liquidität auswirken. Bei nicht durch Familien kontrollierten Gesellschaften seien die Auswirkungen auf die Liquidität demgegenüber nicht signifikant.¹²⁶³ Die bisherigen empirischen Erkenntnisse sprechen somit eher gegen die These der Liquiditätsabnahme.

- 643 Es wird davon ausgegangen, dass Loyalitätsstimmrechte *keinen Einfluss auf die Volatilität* haben.¹²⁶⁴ Es wurden auch keine Bedenken analog zu denjenigen hinsichtlich der Auswirkungen auf die Liquidität geäussert.

¹²⁶⁰ BOLTON/SAMANA, *Loyalty-Shares*, 45. Das wird aber in der Literatur meistens nicht berücksichtigt, siehe beispielhaft die Ausführungen und Modelle bei DE BEURS, 15 f. Zu den Auswirkungen kurzfristiger Aktionärsbeteiligungen siehe vorne Rz. 408 ff.

¹²⁶¹ Vgl. DE BEURS, 18, der davon ausgeht, dass die Liquidität der Aktie nach der Einführung von Loyalitätsstimmrechten eher steigt; demgegenüber EDELMAN/JIANG/THOMAS, 1028, die von einem negativen Effekt auf die Liquidität ausgehen.

¹²⁶² DE BEURS, 18.

¹²⁶³ GINGLINGER/HAMON, 83 f. Die Autoren messen die Liquidität unter anderem anhand der Anzahl Transaktionen und des relativen Umsatzes. Die Autoren erklären die beobachteten Zusammenhänge mit zwei Gründen: Erstens sei der Anteil Aktien im Streubesitz bei Familienunternehmen mit Loyalitätsstimmrechten grösser. Die kontrollierenden Familienaktionäre könnten deshalb die Kontrolle auch mit einem kleineren Anteil der Aktien halten. Zweitens reduzieren Loyalitätsstimmrechte mutmasslich den Insiderhandel. Aufgrund der Loyalitätsstimmrechte könnten einige informierte Aktionäre davon absehen, ihre Anteile zu veräussern.

¹²⁶⁴ BOLTON/SAMANA, *Loyalty-Shares*, 47.

b) Auswirkungen von Loyalitätsdividenden

aa) Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen

Zu den Auswirkungen von Loyalitätsdividenden gibt es – soweit ersichtlich – 644 *keine empirischen Untersuchungen*. Indizien zum Zusammenhang zwischen Loyalitätsdividenden und langfristigen Aktionärsbeteiligungen können deshalb höchstens aus theoretischen Modellen oder aus Beobachtungen in der Unternehmenspraxis hergeleitet werden.

Das Konzept der Loyalitätsdividenden geht – wie dasjenige der Loyalitätsstimmrechte – davon aus, dass Aktionärsloyalität *mittels langfristiger Anreize* gefördert werden kann.¹²⁶⁵ Als Ziel von Loyalitätsdividenden werden neben der Stabilisierung des Aktionariats auch die bessere Identifizierung des Aktionariats und die Entwicklung eines stabileren, dauerhaften Kontakts mit den Aktionären genannt.¹²⁶⁶ 645

Die Einführung von Loyalitätsdividenden kann der Theorie zufolge zu einem Gleichgewicht zwischen kurzfristig und langfristig beteiligten Aktionären führen. 646 Indem das Konzept das Dividendenprivileg von einer minimalen Haltedauer abhängig macht, setzt es dem Aktionär einen langfristigen Anreiz. Loyalitätsdividenden geben dem Aktionär zudem einen *unmittelbar finanziellen Anreiz* für das langfristige Halten seiner Beteiligung. Soweit die Höhe des Privilegs bekannt ist, kann der Aktionär den künftigen Mehrertrag seiner Beteiligung auf absehbare Zeit finanziell bewerten. Seine Bewertung kann in die Interessenabwägung in Bezug auf das Halten oder Verkaufen seiner Beteiligung einfließen und diese zugunsten des Haltens beeinflussen.¹²⁶⁷ Sie könnten somit der Theorie zufolge langfristige Aktionärsbeteiligungen fördern und begünstigen und mithin zu einem grösseren Mass an Aktionärsloyalität beitragen.¹²⁶⁸

Die Erfahrungen in der französischen *Unternehmenspraxis* bestätigen die Theorie, 647 dass Loyalitätsdividenden zu einem in Bezug auf die Dauer der Beteiligung ausgewogenen Aktionariat beitragen. Die niederländische Gesellschaft Koninklijke

¹²⁶⁵ Vgl. vorne Rz. 635.

¹²⁶⁶ Vgl. VOGT, Aktionärsdemokratie, 136; zum französischen Recht MERLE/FAUCHON, N 350; MOSSDORF, 295. Das hat damit zu tun, dass ein Aktionär sich gegenüber der Gesellschaft identifizieren muss, um als berechtigte Person ins Aktienbuch eingetragen zu werden. Nur so kann die Gesellschaft feststellen, ob der Aktionär die Voraussetzungen für eine Loyalitätsdividende erfüllt.

¹²⁶⁷ Zum Modell von Abwanderung, Widerspruch und Loyalität gem. HIRSCHMAN siehe vorne Rz. 48.

¹²⁶⁸ Krit. hinsichtlich des Nutzens von Loyalitätsdividenden und vergleichbaren Anreizsystemen JUNG, Loyalitäts- und Aktivitätsprämien, 125.

DSM N.V. hat allein mit der Ankündigung der Einführung von Loyalitätsdividenden mehr als 4500 Aktionäre, die gemeinsam rund 17% der Aktien vertraten, innert zwei Monaten dazu bewegt, ihre Aktien zu registrieren.¹²⁶⁹ Das ist noch kein Beweis für eine längere Haltedauer, aber immerhin ein Indiz für die Wirksamkeit eines finanziellen Anreizes für Aktionäre. Ein Zusammenhang mit einer längeren Haltedauer zeigt sich bei einer Analyse der Aktionärsbasis der Air Liquide S.A.¹²⁷⁰ Diese «CAC 40»-Gesellschaft war eine der ersten, die sich für die Auszahlung einer Loyalitätsdividende entschieden haben.¹²⁷¹ Ihr Ziel war die Bildung einer ausgewogenen und stabilen Aktionärsbasis. Seither hat sie eine solide Basis von Individualaktionären aufgebaut und die direkte Kommunikation mit ihren Aktionären verbessert.¹²⁷² Als Ergebnis davon lag der Anteil Individualaktionäre im Zeitraum von 2004 bis 2014 konstant zwischen einer Beteiligung von 35% und 40% des Aktienkapitals, während er bei anderen «CAC 40»-Gesellschaften im Durchschnitt abnahm und seit der Finanzkrise 2007 unter 8% gefallen ist.¹²⁷³ Per 31. Dezember 2015 erfüllten Aktien im Gesamtwert von 30% des Aktienkapitals die Voraussetzungen zur Auszahlung einer Loyalitätsdividende. Per 31. Dezember 2018 hielten mehr als 64% der Aktionäre ihre Aktien bereits während mehr als zehn Jahren.¹²⁷⁴ Die Air Liquide S.A. hat durch die Einführung der Loyalitätsdividende eine stabilere Aktionärsbasis gegenüber dem Durchschnitt der anderen «CAC 40»-Gesellschaften geschaffen und zudem den Anteil der im Aktienbuch eingetragenen Aktionäre kontinuierlich gesteigert oder gehalten.¹²⁷⁵ Sie hat damit den Grundstein für eine langfristig orientierte Geschäftsstrategie gelegt.

¹²⁶⁹ TIMMERMAN, E. 1.17.

¹²⁷⁰ Ein weiteres Indiz für die Wirkungsweise von Loyalitätsdividenden ist das Beispiel der niederländischen Gesellschaft Koninklijke DSM N.V., die im Jahre 2007 Loyalitätsdividenden einführen wollte. Nach der Ankündigung wurden innert kurzer Zeit rund 17% der Aktien für den Bezug von Loyalitätsdividenden vorregistriert. TIMMERMAN, E. 1.17 m.H. auf eine entsprechende Medienmitteilung der Gesellschaft.

¹²⁷¹ DELVOIE/CLOTTENS, 20. Sie hat die Regelung im Jahre 1993 eingeführt.

¹²⁷² Das merkt man an der Kommunikation der Gesellschaft. Siehe z.B. die jährlichen Shareholder's Guides, z.B. AIR LIQUIDE S.A., 2022 Shareholder's guide.

¹²⁷³ DELVOIE/CLOTTENS, 20; AIR LIQUIDE S.A., 2013 Reference Document, 71. Zuletzt nahm dieser Anteil wieder leicht ab auf 32% im Geschäftsjahr 2018, siehe AIR LIQUIDE S.A., 2018 Reference Document, 283.

¹²⁷⁴ Zum Gesagten siehe AIR LIQUIDE S.A., 2018 Reference Document, 283. Zuletzt nahm der Anteil der berechtigten Aktien am Aktienkapital wieder leicht ab.

¹²⁷⁵ Die Eintragung ins Aktienbuch gilt als Nachweis, dass die Beteiligungen während der vorausgesetzten Frist ununterbrochen durch denselben Aktionär gehalten worden sind.

bb) Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

Es ist möglich, dass die Einführung von Loyalitätsdividenden zu einer *Liquiditätsabnahme* führt.¹²⁷⁶ Die Erfahrungen aus der französischen Unternehmenspraxis lassen aber vermuten, dass dieses Risiko nicht signifikant ist.¹²⁷⁷ Die Beschränkung des Privilegs pro Aktionär auf 0,5% des Aktienkapitals dürfte zu diesem Ergebnis beitragen. Die Gesellschaften können mit einer Beschränkung des Privilegs in den Statuten selbst bestimmen, inwieweit sie einen Ausgleich zwischen dem Interesse der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und demjenigen an einer hohen Liquidität schaffen wollen. 648

Es wird vermutet, dass die Einführung von *Loyalitätsdividenden keinen Einfluss auf die Volatilität* haben würde.¹²⁷⁸ Eine entsprechende Untersuchung gibt es derzeit nicht. 649

c) ***Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten und des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts***

aa) Gemeinsame Ausführungen

Zu den Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten und des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts gibt es *keine empirischen Untersuchungen*. Es handelt sich dabei um neue Normkonzepte, die in der Praxis noch nicht umgesetzt sind. Für Indizien zu den Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen können deshalb höchstens theoretische Modelle herbeigezogen werden. Mutmassungen über die schwieriger abschätzbaren Auswirkungen auf den Kapitalmarkt sind mangels Anhaltspunkten, die es bei den anderen Konzepten gibt, hingegen nicht möglich. 650

Das Konzept der Loyalitätsbezugsrechte und des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts geht – wie dasjenige der Loyalitätsstimmrechte und Loyalitätsdividenden – davon aus, dass Aktionärsloyalität *mittels langfristiger Anreize* gefördert werden kann.¹²⁷⁹ 651

Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten und eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts kann der Theorie zufolge einen *punktuellen Beitrag zur Förderung* 652

¹²⁷⁶ BOLTON/SAMANA, *Loyalty-Shares*, 47. Zu den entsprechenden Bedenken siehe vorne Fn. 642.

¹²⁷⁷ Vgl. TALI/GRAAF, 140 m.w.H. Grundlage der Untersuchung war die Preisentwicklung der Titel der Air Liquide S.A. und der Lafarge S.A.

¹²⁷⁸ BOLTON/SAMANA, *Loyalty-Shares*, 47.

¹²⁷⁹ Vgl. vorne Rz. 635 und 645.

und *Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen* leisten.¹²⁸⁰ Deren Wirksamkeit ist allerdings abhängig von der Art der Kapitalerhöhung, wie in den folgenden Abschnitten aufgezeigt wird.

bb) Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten

- 653 Das Bezugsrecht gewährt dem Aktionär einen Anspruch auf denjenigen Anteil der bei einer Kapitalerhöhung neu ausgegebenen Aktien, der seiner bisherigen Beteiligung entspricht. Es gilt bei einer *ordentlichen* und *genehmigten Kapitalerhöhung* – Letztere nach bisherigem Recht – und nach neuem Recht bei einer Kapitalerhöhung im Rahmen eines *Kapitalbands*.¹²⁸¹
- 654 Eine Privilegierung langfristig gehaltener Aktien bezüglich des Bezugsrechts könnte de lege lata höchstens bei einer genehmigten Kapitalerhöhung und de lege ferenda höchstens bei einer *Kapitalerhöhung im Rahmen des Kapitalbands* als Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen wirken.¹²⁸² Das sei im Folgenden anhand einer generellen Erläuterung und einer besonderen Bemerkung ausgeführt.
- 655 Im Allgemeinen kann eine Privilegierung nur als Anreiz für eine langfristige Aktionärsbeteiligung wirken, wenn zwei Voraussetzungen erfüllt sind. Erstens muss der Aktionär den Entscheid zum Halten seiner Beteiligung *im Wissen um die zukünftige Privilegierung* und unter deren Berücksichtigung treffen können. Die Gewährung der Privilegierung muss objektiv bestimmt oder zumindest bestimmbar sein. Sie darf nicht im Ermessen des Verwaltungsrats liegen. Zweitens schafft eine Privilegierung nur dann einen Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen im Sinne des Leitbilds der Aktionärsloyalität, wenn zwischen der Ankündigung der Privilegierung und dem Vollzug eine mindestens zweijährige Zeitspanne liegt. Wäre die Frist zwischen der Ankündigung der Privilegierung und deren Vollzug kürzer als zwei Jahre, gälte die Privilegierung nicht als Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen.¹²⁸³ Würde die Privilegierung einer Aktie gleichwohl eine ununterbrochene zweijährige Haltedauer der besagten Aktie durch denselben Aktionär voraussetzen, wäre das eine Belohnung einer allfälligen langfristigen Halte-

¹²⁸⁰ Der Beitrag zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist insofern punktuell, als er beschränkt ist durch den Generalversammlungsbeschluss zur Kapitalerhöhung. Er wirkt nicht auf unbestimmte Zeit in die Zukunft hinaus, wie das bei einem Generalversammlungsbeschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden der Fall ist.

¹²⁸¹ Zum Gesagten siehe Art. 652b OR bzw. Art. 653u Abs. 3 OR i.V.m. Art. 652b OR.

¹²⁸² Vgl. Art. 651 f. aOR (genehmigte Kapitalerhöhung) bzw. Art. 653 s ff. OR (Kapitalband).

¹²⁸³ Zum Begriff der Langfristigkeit siehe vorne Rz. 319 und 623.

dauer in der Vergangenheit. Einen Anreiz für das künftige Aufrechterhalten der Beteiligung würde die Privilegierung in diesem Falle nicht schaffen.

Im Besonderen kann die Privilegierung im Rahmen des Bezugsrechts als Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen wirken, wenn der Verwaltungsrat *keinen Ausschluss des Bezugsrechts* beschliessen darf. Wäre der Verwaltungsrat ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre auszuschliessen, könnten die Aktionäre ihren Entscheid zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung nicht im Wissen um eine künftige Privilegierung treffen. Die Privilegierung wäre abhängig vom Entscheid des Verwaltungsrats betreffend Ausschluss des Bezugsrechts und somit von einem in der Zukunft liegenden ungewissen Ereignis. Eine Privilegierung im Rahmen des Bezugsrechts wirkt somit nur als Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen, wenn der Ausschluss des Bezugsrechts nicht im Ermächtigungsbeschluss zur Kapitalerhöhung oder betreffend Kapitalband vorgesehen ist. 656

Im Weiteren muss die Kapitalerhöhung zwei Jahre oder länger nach der Genehmigung der entsprechenden statutarischen Grundlage durch die Generalversammlung erfolgen. Die Ermächtigung des Verwaltungsrats zur Erhöhung des Kapitals kann sich bei einer genehmigten Kapitalerhöhung höchstens über zwei Jahre und bei einem Kapitalband über fünf Jahre erstrecken.¹²⁸⁴ Nur wenn zwischen der Ankündigung der Privilegierung und deren Vollzug *mindestens zwei Jahre* liegen, wäre sichergestellt, dass die Aktionäre sich im Wissen um eine zukünftige Privilegierung zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung entscheiden. Ist die Frist zwischen dem Generalversammlungsbeschluss und der Kapitalerhöhung kürzer als zwei Jahre, trüge sie nicht zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen bei.¹²⁸⁵ Würde die Privilegierung gleichwohl begrenzt auf diejenigen Aktien, deren Aktionär seit mindestens zwei Jahren ununterbrochen als Eigentümer im Aktienbuch eingetragen ist, würde die Haltedauer vor dem Generalversammlungsbeschluss für massgeblich erklärt. Das wäre eine Belohnung langfristiger Aktionärsbeteiligungen in der Vergangenheit statt eine Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen in der Zukunft. Zudem wäre das Ab 657

¹²⁸⁴ Zur genehmigten Kapitalerhöhung siehe Art. 651 Abs. 1 aOR. Die Frist kann seit dem 1. Januar 2023 durch erneute Statutenänderung nicht mehr verlängert werden, siehe Art. 3 Satz 2 UeB 2020; zur Kritik an der im europäischen Vergleich kurzen Frist von zwei Jahren BÖCKLI, Aktienrecht, 4. Aufl., § 2 N 85; WATTER, Minderheitenschutz, 122 bei und in Fn. 55. Zum Kapitalband siehe Art. 653 s. ff. OR.

¹²⁸⁵ Die Ankündigung der Privilegierung ist in diesem Falle der Generalversammlungsbeschluss zur statutarischen Grundlage der genehmigten Kapitalerhöhung bzw. des Kapitalbands. Zum Begriff der Langfristigkeit siehe vorne Rz. 319 und 623.

stellen auf einen in der Vergangenheit liegenden Tatbestand unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten problematisch.¹²⁸⁶

- 658 Damit ist auch gesagt, dass eine Privilegierung im Rahmen einer *ordentlichen Kapitalerhöhung* keinen Anreiz für langfristiges Halten setzen würde, sondern bestenfalls rückwirkend langfristig beteiligte Aktionäre belohnen. Der Generalversammlungsbeschluss zur ordentlichen Kapitalerhöhung muss innert drei oder nach neuem Recht innert sechs Monaten umgesetzt werden.¹²⁸⁷ Ein Aktionär kann den Entscheid, seine Beteiligung zu halten, erst ab dem Zeitpunkt des Generalversammlungsbeschlusses betreffend die ordentliche Kapitalerhöhung im Wissen um eine künftige Privilegierung treffen. Die gesetzlich vorgeschriebene Zeitspanne von drei oder sechs Monaten zwischen der Ankündigung der Privilegierung (Generalversammlungsbeschluss) und dem Vollzug der Privilegierung (ordentliche Kapitalerhöhung) ist zu kurz, um im Sinne des Leitbilds der Aktionärsloyalität als langfristig zu gelten. Würde die Privilegierung auf die vor dem Generalversammlungsbeschluss aufgelaufene Haltedauer abstellen, wäre das ebenfalls unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten problematisch.¹²⁸⁸
- 659 Das Loyalitätsbezugsrecht bietet dem Aktionär je nach Ausgestaltung *einen mittelbar oder einen unmittelbar finanziellen Anreiz* für das langfristige Halten seiner Beteiligung. Wird den langfristig beteiligten Aktionären der Bezug neu ausgegebener Aktien zu einem tieferen Ausgabebetrag gewährt, haben sie einen unmittelbar finanziellen Anreiz in Form der Differenz zwischen dem tieferen Ausgabebetrag und dem Ausgabebetrag für die anderen Aktionäre.¹²⁸⁹ Diesfalls kann der Aktionär seinen Vorteil ohne Weiteres finanziell bewerten und ihn bei der Interessenabwägung bezüglich des Haltens oder Verkaufens seiner Beteiligung berücksichtigen. Der finanzielle Anreiz ist deshalb der Theorie zufolge geeignet, den Aktionär zum

¹²⁸⁶ Diesfalls würde die Ungleichbehandlung nicht der prospektiven Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen dienen, sondern deren retrospektiven Belohnung. Loyalitätsbezugsrechte wären diesfalls nicht kausal für langfristige Aktionärsbeteiligungen, sondern umgekehrt die langfristigen Beteiligungen kausal für die Privilegierung bezüglich des Bezugsrechts. Loyalitätsbezugsrechte nach dieser Konzeption dienen nicht der Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Zur Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung aufgrund unterschiedlich langer Beteiligungsdauer vgl. hinten Rz. 976 ff., 1151 ff., 1317 ff., 1478 ff.

¹²⁸⁷ Art. 650 Abs. 3 OR bzw. Art. 650 Abs. 1 aOR.

¹²⁸⁸ Vgl. im Einzelnen hinten Rz. 754, 1040, 1208, 1372.

¹²⁸⁹ Vgl. Art. 652b Abs. 5 bzw. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 8^{bis} E-OR N 2020.

langfristigen Halten zu bewegen.¹²⁹⁰ Wird den langfristigen Aktionären ein Vorzugsrecht auf einen bestimmten Anteil von neu geschaffenem Aktienkapital gewährt, haben sie lediglich einen mittelbar finanziellen Anreiz für das langfristige Halten ihrer Aktien.¹²⁹¹

Eine Privilegierung langfristig gehaltener Aktien bezüglich des Bezugsrechts kann somit der Theorie zufolge unter drei Voraussetzungen zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen beitragen: Erstens, wenn sie im Zuge einer genehmigten Kapitalerhöhung oder einer Kapitalerhöhung im Rahmen eines Kapitalbands erfolgt.¹²⁹² Zweitens, wenn das Bezugsrecht der Aktionäre nicht ausgeschlossen werden kann. Und drittens, wenn die Privilegierung in einem *tieferen Ausgabebetrag* für die neu ausgegebenen Aktien besteht. Es ist zwar auch denkbar, dass den langfristigen Aktionären ein Vorzugsrecht auf den Bezug neuer Aktien eingeräumt wird. Weil den langfristig beteiligten Aktionären damit aber lediglich ein mittelbar finanzieller Anreiz gesetzt wird, ist ein Loyalitätsbezugsrecht in Form eines Vorzugsrechts nicht geeignet zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.¹²⁹³ 660

¹²⁹⁰ Zum Modell von Abwanderung, Widerspruch und Loyalität gem. HIRSCHMAN siehe vorne Rz. 48.

¹²⁹¹ Vgl. Art. 652b^{bis} bzw. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 7^{bis} E-OR N 2020, die ein Vorzugsrecht auf einen Anteil von bis zu 20% von neu geschaffenem Aktienkapital vorsehen. Es geht dabei materiell um eine Aufhebung des Bezugsrechts bezogen auf den den Vorzugsberechtigten zugeteilten Anteil am neu geschaffenen Aktienkapital. Durch ein Vorzugsrecht kann der langfristig beteiligte Aktionär seine Beteiligung zwar im Verhältnis zu anderen Aktionären vergrössern. Eine grössere Beteiligung bringt ihm mehr Stimmrechte und mag ihm dereinst auch mehr Ertrag bringen. Er bezahlt für die grössere Beteiligung aber auch entsprechend. Ein allfälliger finanzieller Vorteil kommt ihm somit höchstens mittelbar – z.B. durch eine Veräusserung der Aktien zu einem höheren Preis – zu.

¹²⁹² Wobei anzumerken ist, dass Loyalitätsbezugsrechte im Rahmen einer genehmigten Kapitalerhöhung erst dann zur Zweckverfolgung geeignet sind, wenn die Kapitalerhöhung am Ende der zweijährigen Frist (Art. 651 Abs. 1 aOR) erfolgt. Ohnehin werden die Bestimmungen zur genehmigten Kapitalerhöhung zugunsten der Bestimmungen zum Kapitalband aus dem Gesetz gestrichen (vgl. BBl 2020, 5579). Bei einer Kapitalerhöhung im Rahmen eines Kapitalbands wirken Loyalitätsbezugsrechte aufgrund der längeren, fünfjährigen Ermächtigungsfrist (Art. 653 s Abs. 1 OR) eher als Mittel zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Die Untersuchung von Loyalitätsbezugsrechten im zweiten Teil dieser Arbeit wird demnach auf Loyalitätsbezugsrechte im Rahmen eines Kapitalbands eingeschränkt. Siehe hinten Rz. 1009.

¹²⁹³ Damit würde es den entsprechenden Loyalitätsbezugsrechten an einem wichtigen Grund fehlen, der gemäss Art. 652b Abs. 2 OR für die Aufhebung des Bezugsrechts der kurzfristigen Aktionäre nötig wäre. Die Untersuchung von Loyalitätsbezugsrech-

661 Aus dem Dargelegten ergibt sich, dass Loyalitätsbezugsrechte eher bei *Gesellschaften mit grösserem Bedarf an Eigenkapital* zum Tragen kommen dürften.¹²⁹⁴ Das könnte vor allem bei nicht börsenkotierten jungen Gesellschaften der Fall sein, die in mehreren Finanzierungsrunden auf zusätzliches Eigenkapital angewiesen sind. Bei nicht börsenkotierten Gesellschaften haben die Aktionäre aber ohnehin eine intensivere Bindung zur Gesellschaft.¹²⁹⁵ Es ist deshalb infrage gestellt, ob Loyalitätsbezugsrechte in solchen Fällen eine Anreizwirkung entfalten. Loyalitätsbezugsrechte dürften vor allem bei denjenigen Gesellschaften als Anreiz für längerfristige Aktionärsbeteiligungen wirken, bei denen Kapitalerhöhungen absehbar sind und deren Aktien u.a. mit kurzfristiger Ausrichtung gehandelt werden.

cc) Auswirkungen des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts

662 Das Vorwegzeichnungsrecht gewährt dem Aktionär im Rahmen der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen an Dritte einen Anspruch auf Zeichnung, bevor die Wandel- oder Optionsanleihen den Dritten zur Zeichnung angeboten werden.¹²⁹⁶ Es kommt zum Tragen im Rahmen einer *bedingten Kapitalerhöhung*, bei der die Gesellschaft Dritten das Recht auf Bezug neuer Aktien einräumt.¹²⁹⁷

663 Eine Privilegierung langfristig gehaltener Aktien bezüglich des Vorwegzeichnungsrechts könnte der Theorie zufolge einen *Beitrag zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen* leisten. Das bedingte Kapital ist in zeitlicher Hinsicht nicht gesetzlich beschränkt.¹²⁹⁸ Eine Privilegierung im Rahmen des Vorwegzeichnungsrechts kann als Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen wirken, wenn die Anleiheemission zwei Jahre oder länger nach der Genehmigung der entsprechenden statutarischen Grundlage erfolgt.¹²⁹⁹ Nur wenn zwischen der Ankündigung der Pri-

ten im zweiten Teil dieser Arbeit wird demnach auf Loyalitätsbezugsrechte eingeschränkt, die den langfristig beteiligten Aktionären einen tieferen Ausgabebetrag gewähren. Siehe hinten Rz. 1010.

¹²⁹⁴ Ein grösserer Eigenkapitalbedarf kann sich z.B. aufgrund eines starken Expansionskurses ergeben.

¹²⁹⁵ Siehe vorne Rz. 243.

¹²⁹⁶ Siehe Art. 653c Abs. 1 OR.

¹²⁹⁷ Zum Gesagten siehe Art. 653 ff. OR (Regelung zur bedingten Kapitalerhöhung) und Art. 653c Abs. 1 OR (Vorwegzeichnungsrecht).

¹²⁹⁸ Die Generalversammlung kann das bedingte Kapital aber per Beschluss befristen.

¹²⁹⁹ Das Vorwegzeichnungsrecht greift im Zeitpunkt der Anleiheemission. Vgl. BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653c, N 4 m.H. darauf, dass der Umfang des Vorwegzeichnungsrechts von der Beteiligung des Aktionärs im Zeitpunkt der Anleiheemission abhängt.

viliegierung und deren Vollzug mindestens zwei Jahre liegen, wäre sichergestellt, dass die Aktionäre sich im Wissen um eine zukünftige Privilegierung zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung entscheiden. Ist die Frist zwischen dem Generalversammlungsbeschluss und der Anleihsmission kürzer als zwei Jahre, trüge die Privilegierung nicht zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen bei.¹³⁰⁰ Würde die Privilegierung gleichwohl begrenzt auf diejenigen Aktien, deren Aktionär seit mindestens zwei Jahren ununterbrochen als Eigentümer im Aktienbuch eingetragen ist, würde die Haltedauer vor dem Generalversammlungsbeschluss für massgeblich erklärt. Damit würden langfristige Aktionärsbeteiligungen in der Vergangenheit belohnt, statt langfristige Aktionärsbeteiligungen in der Zukunft gefördert. Ausserdem wäre auch hier das Abstellen auf einen in der Vergangenheit liegenden Tatbestand unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten problematisch.¹³⁰¹

Eine Privilegierung von Aktionären im Rahmen des Vorwegzeichnungsrechts kann 664 nur als Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen wirken, wenn der Verwaltungsrat *keinen Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechts* beschliessen darf. Wäre der Verwaltungsrat ermächtigt, das Vorwegzeichnungsrecht der Aktionäre auszuschliessen, könnten die Aktionäre ihren Entscheid zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung nicht im Wissen um eine künftige Privilegierung treffen. Die Privilegierung wäre abhängig vom Entscheid des Verwaltungsrats betreffend Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechts und somit von einem in der Zukunft liegenden ungewissen Ereignis. Eine Privilegierung im Rahmen des Vorwegzeichnungsrechts wirkt somit nur als Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen, wenn der Ausschluss des Vorwegzeichnungsrecht weder im Ermächtigungsbeschluss zum bedingten Kapital vorgesehen ist noch an den Verwaltungsrat delegiert wird.

Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht bietet dem Aktionär einen *bedingten finanziellen Anreiz* für das langfristige Halten seiner Beteiligung, der je nach Ausgestaltung unmittelbar oder mittelbar finanzieller Natur ist. Werden die Wandel- oder Optionsanleihen den bisherigen langfristig beteiligten Aktionären zu günstigeren Bedingungen zur Zeichnung angeboten, haben sie einen unmittelbar finanziellen Anreiz im Form der Differenz zwischen dem günstigeren Wandel- oder Optionspreis und dem Wandel- oder Optionspreis für die anderen Aktionäre und Begünstigten.¹³⁰² Diesfalls kann der langfristig beteiligte Aktionär seinen Vorteil ohne 665

¹³⁰⁰ Die Ankündigung der Privilegierung ist in diesem Falle der Generalversammlungsbeschluss zur statutarischen Grundlage der bedingten Kapitalerhöhung bzw. des Kapitalbands. Zum Begriff der Langfristigkeit siehe vorne Rz. 319 und 623.

¹³⁰¹ Zur analogen Argumentation beim Loyalitätsbezugsrecht vgl. vorne Rz. 658.

¹³⁰² Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{ter} bzw. 653t Abs. 1 Ziff. 9^{ter} E-OR N 2020.

Weiteres finanziell bewerten und ihn bei der Interessenabwägung bezüglich des Haltens oder Verkaufens seiner bisherigen Beteiligung berücksichtigen. Der finanzielle Anreiz ist deshalb der Theorie zufolge geeignet, den Aktionär zum langfristigen Halten zu bewegen.¹³⁰³ Wird den langfristig beteiligten Aktionären vorab ein Vorwegzeichnungsrecht entsprechend einem bestimmten Anteil von neu geschaffenem Aktienkapital eingeräumt, haben sie lediglich einen mittelbar finanziellen Anreiz für das langfristige Halten ihrer Aktien.¹³⁰⁴

- 666 Eine Privilegierung langfristig gehaltener Aktien bezüglich des Vorwegzeichnungsrechts kann somit der Theorie zufolge zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen beitragen, wenn das Vorwegzeichnungsrecht nicht ausgeschlossen wird und wenn die Privilegierung aus einem *tieferen Ausgabepreis* für die ausgegebenen Anleihen besteht.

B. Loyalitätsoptionen für Aktionäre

1. Regelungsgegenstand

- 667 Neben einer Besserstellung langfristig beteiligter Aktionäre im Zusammenhang mit den Mitgliedschaftsrechten ist auch eine Privilegierung im Zusammenhang mit der Ausgabe von Aktionärsoptionen denkbar.
- 668 Die Gesellschaft kann langfristig beteiligte Aktionäre mit der Ausgabe sogenannter Loyalitätsoptionen privilegieren. Loyalitätsoptionen sind *Aktionärsoptionen*, die dem Inhaber ab einer bestimmten Haltedauer der zugrunde liegenden Aktien das Recht auf Bezug neuer Aktien zu einem bestimmten Preis vermitteln.¹³⁰⁵ In der Praxis hat sich bereits vor Normierung dieses Tatbestands durchgesetzt, dass Gesellschaften ihren Aktionären im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung selbständige Optionsrechte zuteilen.¹³⁰⁶ Die Statutenbestimmung zum bedingten

¹³⁰³ Zum Modell von Abwanderung, Widerspruch und Loyalität gem. HIRSCHMAN siehe vorne Rz. 48.

¹³⁰⁴ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis} bzw. 653t Abs. 1 Ziff. 9^{bis} E-OR N2020, die ein Vorzugsrecht auf einen Anteil von bis zu 20% von neu geschaffenem Aktienkapital vorsehen.

¹³⁰⁵ Grundlegend BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 47, die entsprechende Beispiele der Air Liquide S.A. und Michelin S.C.A. aus Frankreich und der Standard Life plc aus dem Vereinigten Königreich erwähnen. Zum Beispiel von Michelin siehe auch DAE-NIKER, Loyalitätsaktien, 154 ff.

¹³⁰⁶ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653, N 17 f.; vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 115; nunmehr ausdrücklich gesetzlich vorgesehen in Art. 653 Abs. 1 OR.

Kapital oder die Optionsbedingungen könnten vorsehen, dass die Optionen erst nach einer bestimmten Haltedauer der zugrunde liegenden Aktien ausgeübt werden können.¹³⁰⁷ Es wäre auch denkbar, die langfristig beteiligten Aktionäre – analog zur Begünstigung im Zusammenhang mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht – mit der Gewährung eines tieferen Optionspreises zu begünstigen.¹³⁰⁸

2. Verbreitung

Es ist nicht bekannt, wie weit verbreitet Loyalitätsoptionen weltweit sind. Sie scheinen bisher auf verschiedenen Kontinenten vorgekommen zu sein.¹³⁰⁹ Ein bekanntes *Beispiel aus der Unternehmenspraxis* ist eine Emission von Loyalitätsoptionen durch die in Frankreich domizilierte Michelin S.C.A. im Jahre 1991. Im Rahmen einer Umstrukturierung kürzte die Gesellschaft die Dividendenausschüttung. Als Kompensation dafür emittierte sie Aktionärsoptionen und kündigte zusätzlich die Emission von Loyalitätsoptionen an. Die Aktionärsoptionen wurden den Aktionären Ende 1991 im Verhältnis 1:10 ausgegeben und konnten während vier Jahren zu einem erheblich über dem damaligen Kurs liegenden Preis ausgeübt werden. Die zusätzlichen Loyalitätsoptionen konnten von allen Aktionären ausgeübt werden, die ab dem Zeitpunkt der Emission der Optionsrechte die zugrunde liegenden Aktien während zweier Jahre hielten und die Aktionärsoptionen ausübten.¹³¹⁰ Die Emission war für die Aktionäre insgesamt vorteilhaft, weil der Aktienkurs während der Hälfte der Ausübungsperiode über dem Optionspreis lag.¹³¹¹ 669

3. Auswirkungen

a) *Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen*

Zu den Auswirkungen von Loyalitätsoptionen gibt es – soweit ersichtlich – *keine empirischen Untersuchungen*. Indizien zum Zusammenhang zwischen Loyalitätsoptionen und langfristigen Aktionärsbeteiligungen können deshalb höchstens aus 670

¹³⁰⁷ DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164 f. Zur Frage der aktienrechtlichen Zulässigkeit siehe hinten Rz. 1423.

¹³⁰⁸ Vgl. vorne Rz. 665 f.

¹³⁰⁹ Vgl. WUCKER, 219 m.H. auf Beispiele von Gesellschaften in Europa, Asien und Australien; zu einem nicht näher erörterten Beispiel in Israel CONAGHAN et al., 23.

¹³¹⁰ Zum Gesagten siehe BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 43.

¹³¹¹ DAENIKER, Loyalitätsaktien, 154; vgl. die Darstellung bei BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 43.

theoretischen Modellen oder aus Beobachtungen in der Unternehmenspraxis hergeleitet werden.

- 671 Das Konzept der Loyalitätsoptionen geht – wie diejenigen der Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechte und des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts – davon aus, dass Aktionärsloyalität *mittels langfristiger Anreize* gefördert werden kann.¹³¹²
- 672 Die Einführung von Loyalitätsoptionen kann der Theorie zufolge einen *punktuellen Beitrag zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen* leisten.¹³¹³ Indem die Ausübung der Optionen von einer minimalen Haltedauer der zugrunde liegenden Aktien abhängig gemacht wird, setzt sie den Aktionären einen langfristigen Anreiz. Loyalitätsoptionen geben dem Aktionär zudem einen *unmittelbar finanziellen Anreiz* für das langfristige Halten seiner Beteiligung. In der Regel berechtigen Aktionärsoptionen zum Bezug von Aktien zu einem Preis, der leicht unter dem Aktienkurs zum Zeitpunkt des Generalversammlungsbeschlusses liegt.¹³¹⁴ Der finanzielle Anreiz liegt somit in der Differenz zwischen dem Aktienkurs und dem – potenziell tieferen – Ausübungspreis der Optionen.¹³¹⁵ Die Bewertung des finanziellen Anreizes durch den Aktionär kann dessen Entscheid bezüglich des Haltens oder Verkaufens seiner Beteiligung zugunsten des Haltens beeinflussen.¹³¹⁶ Loyalitätsoptionen könnten somit der Theorie zufolge einmalig langfristige Aktionärsbeteiligungen fördern und begünstigen und mithin zu einem grösseren Mass an Aktionärsloyalität beitragen. Weil sie auf einen bestimmten Zeitraum beschränkt sind, dürften sie sich zur Stabilisierung des Aktionariats in wirtschaftlich schwierigen Geschäftsperioden eignen.¹³¹⁷

¹³¹² Vgl. vorne Rz. 635, 645 und 651.

¹³¹³ Der Beitrag zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist insofern punktuell, als er beschränkt ist durch den Generalversammlungsbeschluss zur bedingten Kapitalerhöhung. Er wirkt nicht auf unbestimmte Zeit in die Zukunft hinaus, wie das bei einem Generalversammlungsbeschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden der Fall ist.

¹³¹⁴ ISLER, 731; zur Festlegung des Optionspreises auf der Grundlage des durchschnittlichen Aktienkurses während der Loyalitätsperiode vgl. HÖHN/ZOLLINGER, 34 f.

¹³¹⁵ Liegt der Aktienkurs im Ausübungszeitraum und nach der vorausgesetzten Haltedauer der zugrunde liegenden Aktien unter dem Ausübungspreis, fällt der finanzielle Anreiz dahin.

¹³¹⁶ Zur Bewertung von Loyalitätsoptionen siehe BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 45. Zum Modell von Abwanderung, Widerspruch und Loyalität gem. HIRSCHMAN siehe vorne Rz. 48.

¹³¹⁷ Entsprechend dem Beispiel der Michelin S.C.A., vgl. vorne Rz. 669.

Die punktuellen Erfahrungen mit Loyalitätsoptionen in der *Unternehmenspraxis* bestätigen die Theorie, dass Loyalitätsoptionen einen Beitrag zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen leisten können. In der Unternehmenspraxis wird Loyalitätsoptionen ein im Vergleich zu Loyalitätsaktien grösseres Potenzial zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zugesprochen.¹³¹⁸ Zudem deutet das Beispiel der Michelin S.C.A. an, dass Loyalitätsoptionen insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten im Zusammenhang mit einem stabilen Geschäftsgang eines Unternehmens stehen können.¹³¹⁹ Ist diese Vermutung richtig, leisten Loyalitätsoptionen einen einmaligen Beitrag zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen. 673

b) Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

Es wird vermutet, dass die Einführung von Loyalitätsoptionen zu einer *Liquiditätsabnahme* führte.¹³²⁰ Soweit das Handelsvolumen im Kapitalmarkt übermässig ist, ist ein beruhigender Effekt auf den Handel angesichts des Zwecks von Loyalitätsoptionen auch nicht gänzlich nachteilig.¹³²¹ Einen tatsächlichen Wert haben die Optionen, wenn der Aktienkurs steigt und sie dem Eigentümer ein Recht auf Bezug einer Aktie zu einem im Verhältnis zum Aktienkurs günstigeren Preis vermitteln. Die Liquidität dürfte deshalb nach der Einführung von Loyalitätsoptionen in erster Linie dann abnehmen, wenn der Aktienkurs steigt. In einem solchen Fall, d.h. bei einem starken Geschäftsgang, dürfte eine Liquiditätsabnahme die Gesellschaft und die Aktionäre nicht vor grössere Probleme stellen.¹³²² 674

Wenn die Liquidität des Kapitalmarkts durch die Einführung von Loyalitätsoptionen beeinträchtigt wird, dürfte auch die *Volatilität* beeinflusst werden. Während der minimalen Haltedauer, die zur Ausübung der Optionsrechte zum Vorzugspreis berechtigt, könnte die Volatilität aufgrund der geringeren Liquidität durchaus leicht ansteigen. Danach dürfte sie wieder abnehmen.¹³²³ 675

¹³¹⁸ Das hat eine Umfragestudie mit Befragungen von mehr als 120 Personen aus Asien, Australien, Europa und Nordamerika ergeben. Darunter waren Geschäftsleitungsmitglieder börsenkotierter Gesellschaften, Vertreter institutioneller Investoren, Portfoliomanager und Vertreter von Beratungsfirmen. Siehe hierzu AMBACHTSHEER et al., 11, 26.

¹³¹⁹ Zum Aktienkurs der Michelin S.C.A. im Zeitraum von 1991 bis 1995 siehe vorne Fn. 1311.

¹³²⁰ Vgl. BOLTON/SAMANA, *Loyalty-Shares*, 44 f., die zugleich anmerken, dass der Handel mit den Optionen auch mehr Liquidität generieren könnte.

¹³²¹ Vgl. vorne Rz. 642.

¹³²² Zum Gesagten siehe BOLTON/SAMANA, *Loyalty-Shares*, 45.

¹³²³ Zum Ganzen siehe BOLTON/SAMANA, *Loyalty-Shares*, 45 f.

C. Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre

1. Regelungsgegenstand

- 676 Gesellschaften könnten versuchen, langfristig beteiligte Aktionäre mit dem Instrument der *Vinkulierung* zu bevorzugen.¹³²⁴
- 677 Die Vinkulierung ist eine Ausnahme des Grundsatzes der freien Übertragbarkeit der aktienrechtlichen Mitgliedschaft.¹³²⁵ Die Gesellschaft kann auf Grundlage einer Statutenbestimmung die Übertragbarkeit von Namenaktien verweigern. Eine nicht börsenkotierte Gesellschaft kann einen Erwerber rechtsgültig ablehnen, wenn ein in den Statuten vorgesehener *wichtiger Grund* vorliegt.¹³²⁶ Wird die Zustimmung nicht erteilt, verbleibt das Eigentum an den Aktien grundsätzlich beim Veräusserer.¹³²⁷ Eine börsenkotierte Gesellschaft kann einen Erwerber aus drei Gründen ablehnen: Erstens, wenn beim Erwerb eine in den Statuten vorgesehene Prozentgrenze überschritten wird, bis zu der ein Erwerber als Aktionär anerkannt wird. Zweitens, wenn der Erwerber auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien in eigenem Namen und auf eigene Rechnung erworben hat, keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe besteht und dass er das mit den Aktien verbundene Risiko trägt.¹³²⁸ Und drittens können ausländische Erwerber aufgrund bestimmter Bundesgesetze abgelehnt werden.¹³²⁹
- 678 Es wäre denkbar, dass eine Gesellschaft langfristig beteiligte Aktionäre mit einer *Prozentvinkulierung* gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären privilegiert. Die Gesellschaft könnte zwei Prozentgrenzen in den Statuten festlegen: eine tiefere Prozentgrenze, bis zu der ein Erwerber bei der erstmaligen Eintragung als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen wird, und eine höhere Prozentgrenze, bis zu der ein Aktionär eingetragen wird, sofern er seit einer bestimmten Mindestdauer als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen ist.¹³³⁰

¹³²⁴ Vgl. Art. 685a ff. OR.

¹³²⁵ Vgl. Art. 684 Abs. 1 OR.

¹³²⁶ Art. 685b Abs. 1 und 2 OR.

¹³²⁷ Bei einem Erwerb durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung gehen das Eigentum und die Vermögensrechte sofort auf den Erwerber über, die Mitwirkungsrechte hingegen erst mit Zustimmung der Gesellschaft. Siehe hierzu Art. 685c Abs. 1 und 2 OR.

¹³²⁸ Zum Gesagten siehe Art. 685d Abs. 1 und 2 OR.

¹³²⁹ Art. 4 SchlB zum XXVI. Titel OR.

¹³³⁰ Zu diesem Vorschlag siehe DAENIKER, *Loyalitätsaktien*, 165, der Grenzen von 5% oder 15% vorschlägt bei gleichzeitiger Nichtrückwirkung für Aktionäre, die zum

2. Verbreitung

Die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre im Rahmen der Vinkulierung kommt – soweit ersichtlich – weltweit in der Rechtswirklichkeit nicht vor. Es handelt sich dabei um ein *neuartiges Konzept*, das bislang einzig in der schweizerischen Lehre postuliert wurde.¹³³¹ 679

3. Auswirkungen

a) Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen

Weil es bislang keine Gesellschaft gibt, die langfristig beteiligte Aktionäre im Rahmen der Vinkulierung bevorzugt, lassen sich höchstens auf der *Grundlage theoretischer Modelle* Annahmen über die Auswirkungen dieses Konzepts auf die Dauer der Aktionärsbeteiligung treffen. 680

Das Konzept der Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre geht – wie dasjenige der Loyalitätsaktien und -optionen – davon aus, dass Aktionärsloyalität *mittels langfristiger Anreize* gefördert werden kann.¹³³² 681

Es ist zweifelhaft, ob die Einführung einer Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre einen Beitrag zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen leisten würde. Eine Vinkulierung hat *unterschiedliche Auswirkungen* bei nicht börsenkotierten und börsenkotierten Gesellschaften. Deshalb unterscheidet sich auch die Wirksamkeit einer Vinkulierung in Bezug auf die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen je nachdem, ob eine Gesellschaft ihre Beteiligungen an einer Börse kotiert hat oder nicht. 682

Bei nicht börsenkotierten Gesellschaften trüge eine Prozentvinkulierung nicht zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen bei. Eine prozentmässige Begrenzung des Namenaktienenerwerbs bei nicht börsenkotierten Gesellschaften ist zwar grundsätzlich zulässig, auch wenn das Gesetz keine entsprechende ausdrückliche Bestimmung enthält.¹³³³ Die Begrenzung führt jedoch dazu, dass das *Eigentum an den Aktien* insoweit auf den Erwerber übergeht, als es unterhalb der Prozentgrenze liegt. Der die Grenze übersteigende Teil würde grundsätzlich gar nicht erst ins Eigentum 683

Zeitpunkt des Generalversammlungsbeschlusses betreffend Vinkulierung bereits im Aktienbuch eingetragen sind. Ferner BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 73 f.

¹³³¹ Vgl. DAENIKER, Loyalitätsaktien, 165 ff.

¹³³² Vgl. vorne Rz. 635, 645, 651 und 671.

¹³³³ BGer 4C.35/2007, Urteil vom 18.04.2007, E. 3.1; vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 226; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 N 151.

des Erwerbers übergehen. Hält er den unter der Prozentgrenze liegenden Anteil während der statutarisch bestimmten Dauer, entsteht ihm kein Vorteil. Er dürfte deshalb keinen Anreiz für das langfristige Halten seiner Beteiligung haben.¹³³⁴

684 Es ist zweifelhaft, ob eine Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre bei börsenkotierten Gesellschaften tatsächlich zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen beitrüge. Das Konzept würde den Aktionären höchstens zu einem *mittelbar finanziellen Anreiz* für das langfristige Halten setzen. Eine Prozentvinkulierung bei börsenkotierten Gesellschaften ist gemäss Gesetzeswortlaut zulässig. Wird die Grenze bei einem Aktienerwerb überschritten, kann der Aktionär aber immerhin alle Mitgliedschaftsrechte, abgesehen vom Stimmrecht, ausüben.¹³³⁵ Der Anreiz für das langfristige Halten der Beteiligung bestünde darin, dass der Aktionär nach einer bestimmten Haltedauer sein Stimmrecht vollumfänglich ausüben könnte. Es handelt sich dabei um einen mittelbar finanziellen Anreiz. Die Höhe der Bewertung des grösseren Stimmengewichts dürfte davon abhängen, ob die zusätzlichen Stimmrechte dem Aktionär einen massgeblich grösseren Einfluss geben, mit dem er in einer wertsteigernden Art und Weise auf die Geschicke der Gesellschaft Einfluss nehmen kann.¹³³⁶ Der Anreiz ist jedoch beschränkt auf Grossaktionäre, d.h. Aktionäre, die eine über dem ersten Grenzwert liegende Beteiligung erwerben.¹³³⁷ Es ist zweifelhaft, ob sich ein Aktionär zu einer langfristigen Beteiligung bewegen lässt, wenn das in Aussicht gestellte Privileg ihm höchstens einen mittelbar finanziellen Anreiz setzt.

685 Aufgrund der Ähnlichkeit zum Konzept der Loyalitätsstimmrechte liegt die Vermutung nahe, dass die Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre nicht zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen beitrüge. Sie dürfte wohl in erster Linie der *Steigerung der Kontrolle von Grossaktionären über eine Gesellschaft* dienen. Diesen Schluss legt ein Vergleich mit den empirischen Erkenntnissen zu Loyalitätsstimmrechten nahe. Der Anwendungsbereich der Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre ist kleiner als derjenige von Loyalitätsstimmrechten. Ihre Wirkung ist von vornherein beschränkt auf Grossaktionäre.

¹³³⁴ Die Wirksamkeit bliebe beschränkt auf diejenigen Erwerber, die das Eigentum durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben haben und deren Beteiligung über dem ersten Grenzwert liegt.

¹³³⁵ Vgl. Art. 685f Abs. 2 OR.

¹³³⁶ Vgl. zur analogen Argumentation im Zusammenhang mit den Loyalitätsstimmrechten vorne Rz. 684.

¹³³⁷ Personen, die einen unter dem ersten Grenzwert liegenden Anteil erwerben, können auch ihr Stimmrecht bereits von Beginn an vollumfänglich ausüben. Für sie besteht deshalb kein Anreiz für das langfristige Halten der Beteiligung.

Wenn schon die Privilegierung aller langfristig beteiligten Aktionäre in Bezug auf das Stimmrecht kaum zur Stabilisierung des Aktionariats in Bezug auf die Halte-dauer beiträgt, ist es wenig wahrscheinlich, dass eine entsprechende, auf Gross-aktionäre beschränkte Privilegierung einen Beitrag zu langfristigen Aktionärs-beteiligungen leistet.¹³³⁸

b) *Auswirkungen auf den Kapitalmarkt*

Mutmassungen über die schwieriger abschätzbaren Auswirkungen der Prozentvin- kulierung auf den Kapitalmarkt sind mangels Anhaltspunkten, die es bei den ande- ren Konzepten gibt, nicht möglich. Angesichts der ähnlichen Wirkungsweise wie Loyalitätsstimmrechte könnte die Prozentvinkulierung zugunsten langfristig betei- ligter Aktionäre zu einer *geringen Liquiditätsabnahme* führen. Weil weniger Aktionäre durch eine Prozentvinkulierung bevorzugt würden als durch Loyalitäts- stimmrechte, dürfte die Liquiditätsabnahme aber geringer ausfallen. 686

D. Weitere Konzepte

1. Regelungsgegenstände

Es ist denkbar, langfristig beteiligte Aktionäre auch in Bezug auf *weitere individu- elle Aktionärsrechte* als das Stimmrecht, das Dividendenrecht, das Bezugsrecht und das Vorwegzeichnungsrecht zu bevorzugen. 687

In Bezug auf die *vermögensmässigen Rechte* sind verschiedene weitere Privilegien 688 für langfristig beteiligte Aktionäre denkbar. Statt einer Loyalitätsdividende könn- ten Gesellschaften langfristig beteiligten Aktionären zum Beispiel zusätzlich zur Bardividende eine Naturaldividende ausrichten,¹³³⁹ im Falle des Baus einer Anlage höhere Bauzinsen ausrichten¹³⁴⁰ oder ein Recht auf Benutzung der gesellschaft- lichen Anlagen einräumen.¹³⁴¹ Es wäre auch denkbar, langfristig beteiligten Aktio- nären Genussscheine oder unverbrieft Genussrechte – gewissermassen Loyalitäts- genussscheine oder -rechte – auszugeben und ihnen somit einen Anspruch auf

¹³³⁸ Gewissermassen im Sinne eines *argumentum a maiore ad minus*. Zu den Auswirkun- gen von Loyalitätsstimmrechten vgl. vorne Rz. 634 ff. Vgl. darüber hinaus zur Zuläs- sigkeit einer differenzierten Vinkulierung, wie es die Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre wäre, DAENIKER, Loyalitätsaktien, 166 ff. m.w.H.

¹³³⁹ Ausführlich zu Naturaldividenden FORSTMOSER, Sachausschüttungen, 701 ff.

¹³⁴⁰ Vgl. Art. 676 OR.

¹³⁴¹ Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 N 125 ff.

einen grösseren Anteil am Gewinn oder dem Liquidationsergebnis oder auf den Bezug neuer Aktien verleihen.¹³⁴² Diesfalls müssten der Anspruch auf das von den Genussscheinen verliehene Vermögensrecht bereits in den Statuten mittels Bedingungen zeitlich begrenzt werden.¹³⁴³ Schliesslich könnten auch die besonderen Vorteile bei der Gründung gemäss Art. 636 OR an langfristige Aktionärsbeteiligungen der Gründer geknüpft werden. Die besonderen Vorteile können verschiedene vermögensmässige Rechte sein, wie beispielsweise insbesondere das Recht auf den Gewinn- oder Liquidationsanteil.¹³⁴⁴ Sie können aber nachträglich – mit Ausnahme einer ordentlichen Kapitalerhöhung – nicht mehr eingeräumt werden.¹³⁴⁵

- 689 *Weitere Mitwirkungsrechte und Schutzrechte* – abgesehen vom Stimmrecht oder von dem Bezugs- und dem Vorwegzeichnungsrecht – sind nicht zu empfehlen als Anknüpfungspunkt für Konzepte zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre.¹³⁴⁶ Es handelt sich dabei entweder um gesetzlich zwingend gewährte Aktionärsrechte oder um Kontrollrechte, deren Einschränkung mittels Generalversammlungsbeschlusses zur Nichtigkeit des Beschlusses führen kann.¹³⁴⁷ Es ist angesichts der potenziellen Nichtigkeitsfolgen nicht empfehlenswert, zu ver-

¹³⁴² Vgl. Art. 657 OR; zur Möglichkeit der Ausgabe von unverbrieften Genussrechten, bei denen sich die Berechtigung aus den Statuten ergibt, siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 3 N 278, 280; CHK-TRÜEB, Art. 657 OR, N 7.

¹³⁴³ Zur Verwendung von Bedingungen im Zusammenhang mit Genussscheinen siehe ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR, N 17, 25. Das von einem Genussschein verliehene Vermögensrecht müsste insofern aufschiebend bedingt sein, als es erst nach einer bestimmten Haltedauer der zugrunde liegenden Aktien auflebt. Und es müsste aufgrund einer resolutiven Bedingung wieder untergehen, wenn die Aktien veräussert werden. Zugleich müsste die Übertragung der Genussscheine mit der Übertragung der zugrunde liegenden Aktien verknüpft sein.

¹³⁴⁴ BSK OR II-SCHENKER, Art. 628, N 28. Gemäss BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 665 ff., Fn. 2014, 2020, 2022, sind solche Vorteile in der Praxis aber sehr selten.

¹³⁴⁵ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 15 N 24; vgl. Art. 650 Abs. 2 Ziff. 7 OR, Art. 704 Abs. 1 Ziff. 3 OR.

¹³⁴⁶ Für eine Übersicht über die Mitwirkungs- und Schutzrechte siehe vorne Rz. 605.

¹³⁴⁷ Zu den Tatbeständen der Nichtigkeit siehe BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706b, 8 ff.; VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 17 N 1223 ff. Unzulässig i.S.v. Art. 706b Ziff. 1 OR wären z.B. Eingriffe in gesetzlich zwingend gewährte Aktionärsrechte, wie das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung, das Recht auf Einladung und Bekanntgabe der Traktanden, das Vertretungsrecht und die Klagerechte. Unzulässig i.S.v. Art. 706b Ziff. 2 OR wären z.B. Eingriffe in Kontrollrechte, wie das Recht auf Bekanntgabe des Geschäftsberichts, das Auskunfts- und Einsichtsrecht und das Recht auf eine Sonderuntersuchung.

suchen, langfristige Aktionärsbeteiligungen mit einer Privilegierung bezüglich anderer Mitwirkungs- und Schutzrechte als dem Stimmrecht oder dem Bezugs- und dem Vorwegzeichnungsrecht zu fördern.

Es wäre auch denkbar, langfristig beteiligten Aktionären auf statutarischer Grundlage bestimmte Rechte in Bezug auf die Zusammensetzung des Verwaltungsrats einzuräumen. In Betracht kommen zum Beispiel ein Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat oder ein *Recht auf Nominierung von Verwaltungsräten*. Ersteres ist zwar nicht grundsätzlich unzulässig. Die Statuten können in Bezug auf die Vertretung von Aktionärsgruppen besondere Bestimmungen zum Schutz von einzelnen Gruppen von Aktionären vorsehen.¹³⁴⁸ Eine Gesellschaft könnte zum Beispiel langfristig beteiligten Aktionären ab einer bestimmten Beteiligung ein verbindliches Vorschlagsrecht unter Vorbehalt wichtiger Gründe einräumen.¹³⁴⁹ Eine solche Regelung dürfte aber – soweit sie zulässig ist – in der Praxis nicht praktikabel sein.¹³⁵⁰ Eher praktikabel erscheint demgegenüber ein blosses Recht auf Nominierung eines Vertreters im Verwaltungsrat.¹³⁵¹ Eine solche Regelung wäre aber nicht angemessen, zumal die langfristigen Aktionäre nach der Nominierung weiterhin von dieser Privilegierung profitieren würden, unabhängig davon, ob sie ihre Beteiligung weiterhin aufrechterhalten.

2. Verbreitung

Die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre in Bezug auf Rechte betreffend die Zusammensetzung des Verwaltungsrats kommt vereinzelt in *Gesetzgebung und Praxis in den USA* vor. Ein Nominierungsrecht für langfristig beteiligte Aktionäre war kurzzeitig Gegenstand der US-amerikanischen Gesetzgebung. Börsenkotierte US-amerikanische Gesellschaften waren verpflichtet, von einem langfristig beteiligten Aktionär kommende Nominierungen für einen Vertreter im Verwaltungsrat in die Stimmrechtsunterlagen zur Generalversamm-

¹³⁴⁸ Vgl. BGE 66 II 43 E. 6c, S. 51; implizit BGE 107 II 179 E. 4, S. 184 ff.

¹³⁴⁹ Es geht um wichtige Gründe i.S.v. Art. 709 Abs. 1 OR.

¹³⁵⁰ Zu den Schranken einer solchen Regelung siehe BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 709, N 25. Ein Recht langfristig beteiligter Aktionäre auf Vertretung im Verwaltungsrat wäre nicht praktikabel, weil der Verwaltungsrat damit auf eine nicht steuerbare Grösse anwachsen könnte.

¹³⁵¹ Ein solches Recht greift nicht in das Wahlrecht der Generalversammlung ein und weniger stark in die Rechtsstellung anderer Aktionäre als ein verbindliches Vorschlagsrecht. Es ist deshalb – unter Berücksichtigung des Gleichbehandlungsgebots – zulässig (*argumentum a maiore ad minus*).

lung aufzunehmen.¹³⁵² Die besagte Vorschrift wurde allerdings nur kurze Zeit nach Inkrafttreten gerichtlich aufgehoben.¹³⁵³ Trotz der Aufhebung der Regel gewähren einige US-amerikanische Gesellschaften ihren Aktionären entsprechende Nominierungsrechte.¹³⁵⁴

3. Auswirkungen

a) Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen

- 692 Die Annahmen zu den Auswirkungen weiterer Konzepte, die eine Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre vorsehen, müssen auf der *Grundlage theoretischer Modelle* getroffen werden. Es gibt bislang keine Gesellschaft, die langfristig beteiligte Aktionäre im Rahmen anderer vermögensmässiger Rechte als dem Dividendenrecht bevorzugt. Demgegenüber gibt es zwar Gesellschaften, die Erfahrungen mit Nominierungsrechten für Vertreter im Verwaltungsrat zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre gemacht haben, aber keine entsprechenden empirischen Untersuchungen. Es kann deshalb höchstens über die potenziellen Auswirkungen gemutmasst werden.
- 693 Die Zielsetzung der Konzepte, die ein Nominierungsrecht für langfristig beteiligte Aktionäre oder eine Privilegierung bezüglich weiterer vermögensmässiger Rechte vorsehen, ist vergleichbar mit der Zielsetzung der zuvor beschriebenen Konzepte. Sie gehen ebenfalls davon aus, dass Aktionärsloyalität *mittels langfristiger Anreize* gefördert werden kann.¹³⁵⁵ Der Zweck von Nominierungsrechten für Vertreter im Verwaltungsrat liegt zudem darin, die *Informationsasymmetrie* zwischen Verwaltungsrat und Aktionären zu reduzieren, die eine Ursache kurzfristiger Orientierung des Verwaltungsrats sein kann.¹³⁵⁶
- 694 Es ist zweifelhaft, ob die Einführung anderer Privilegien in Bezug auf vermögensmässige Rechte zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre einen Beitrag zu lang-

¹³⁵² SEC Rule 14a–11 (sog. *Proxy Access Rule*), Pub. L. 111–203, H.R. 4173 (Dodd-Frank Act). Als langfristig galt ein Aktionär, wenn er mindestens drei Jahre lang mindestens 3% der Stimmrechte an den Wertpapieren der Gesellschaft gehalten hatte.

¹³⁵³ Vgl. D.C. Cir. 647 F.3d 1144 ff. (2011), Urteil vom 22.07.2011 (Business Roundtable v. S.E.C.).

¹³⁵⁴ Für eine Übersicht über die Anzahl Gesellschaften in den Jahren 2012–2015 vgl. KASTIEL.

¹³⁵⁵ Vgl. vorne Rz. 635, 645, 651, 671 und 681. Zum Zweck der Nominierungsrechte in den USA, die Teil des Dodd-Frank Act waren, WILLEY, 77 f.

¹³⁵⁶ Vgl. DALLAS, 353.

fristigen Aktionärsbeteiligungen leisten würde. Eine zusätzliche Naturaldividende, höhere Bauzinsen, ein Vorzugsrecht auf Benutzung der gesellschaftlichen Anlagen oder besondere Vorteile gemäss Art. 636 OR sind im Vergleich zu Loyalitätsdividenden *ingeschränkt wirksam*. Sie geben einem langfristig beteiligten Aktionär zwar ebenfalls einen finanziellen Anreiz für das langfristige Halten seiner Beteiligung. Ihre Wirksamkeit ist aber gegenüber Loyalitätsdividenden in zweifacher Hinsicht eingeschränkt: Erstens wäre ihr persönlicher Anwendungsbereich eingeschränkt. Sie bieten sich nicht gleichermaßen für alle Aktiengesellschaften an.¹³⁵⁷ Und zweitens ist ihr zeitlicher Anwendungsbereich teilweise eingeschränkt.¹³⁵⁸ Loyalitätsdividenden sind hingegen für alle Aktionäre gleichermaßen interessant und können regelmässig und auf Dauer ausgeschüttet werden.

Es ist eher denkbar, dass eine vermögensmässige Privilegierung im Zusammenhang mit der *Ausgabe von Genussscheinen* oder Genussrechten langfristige Aktionärsbeteiligungen fördert und begünstigt. Die in Aussicht gestellten Privilegien – namentlich ein Anteil am Gewinn oder Liquidationserlös – sind vermögensmässiger Natur. Die bevorzugten Aktionäre können die Privilegierung somit einfach beziffern. Soweit Loyalitätsdividenden als wirksam erachtet werden, dürfte sich dies analog auf Genussscheine oder -rechte übertragen lassen, die ebenfalls einen Anspruch auf einen Anteil am Gewinn vermitteln. Die praktische Ausgestaltung solcher Loyalitätsgenussscheine oder -rechte dürfte indessen schwieriger sein. Namentlich müsste die Statutenbestimmung zur Einführung der Genussscheine den Anspruch mittels Bedingungen zeitlich beschränken. Zudem müsste die Übertragbarkeit beschränkt werden und der Schutz der Genussscheininhaber statutarisch bestimmt werden.¹³⁵⁹ Die Schwierigkeiten bei der Umsetzung in der Praxis könnten sich negativ auf die Eignung von Loyalitätsgenussscheinen und -rechten zur Zielerreichung auswirken. Es ist somit unklar, ob die Loyalitätsgenussscheine und -rechte tatsächlich langfristige Aktionärsbeteiligungen fördern und begünstigen. Aufgrund der einfacheren Ausgestaltung und Handhabung für die Aktionäre sind

¹³⁵⁷ Z.B. ergibt die Privilegierung in Bezug auf eine Naturaldividende oder die Benutzung gesellschaftlicher Anlagen nur Sinn, wenn alle Aktionäre ein Interesse daran haben. Bauzinsen können nur ausbezahlt werden, wenn die Gesellschaft eine Anlage baut. Und besondere Vorteile i.S.v. Art. 636 OR zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen kommen lediglich für Gründungsaktionäre oder nachträglich im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung infrage.

¹³⁵⁸ Z.B. dürfen Bauzinsen nur für die Dauer der Bauzeit der Anlage und lediglich bis zum Ablauf der statutarischen Frist oder bis zur Aufnahme des Betriebs der neuen Anlage ausbezahlt werden (Art. 676 Abs. 1 OR).

¹³⁵⁹ Vgl. vorne Rz. 574 bei und in Fn. 1117.

Loyalitätsdividenden als Mittel zur Zuweisung eines grösseren Gewinnanteils an langfristig beteiligte Aktionäre gegenüber Loyalitätsgenuss scheinen oder -rechten zu bevorzugen.¹³⁶⁰

696 Es ist unwahrscheinlich, dass die Einführung eines Rechts auf Nominierung von Verwaltungsräten zu langfristigen Aktionärsbeteiligungen beitragen würde. Das Konzept würde den Aktionären *keinen finanziellen Anreiz* für das langfristige Halten setzen. Der Anreiz für das langfristige Halten der Beteiligung bestünde darin, dass der Aktionär im Falle einer Wahl des nominierten Vertreters besseren Zugang zu – gegebenenfalls langfristigen – Informationen des Verwaltungsrats zur Strategie hätte. Es ist indessen unwahrscheinlich, dass der langfristig beteiligte Aktionär – vorausgesetzt, der Vertreter wird auch tatsächlich gewählt – mit seinem Nominationsrecht in einer wertsteigernden Art und Weise auf die Geschicke der Gesellschaft Einfluss nehmen kann. Ein Nominierungsrecht setzt somit weder einen unmittelbar noch einen mittelbar finanziellen Anreiz für das Aufrechterhalten der Aktionärsbeteiligung.

b) Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

697 Mutmassungen über die schwieriger abschätzbaren Auswirkungen der besagten Konzepte auf den Kapitalmarkt sind mangels Anhaltspunkten aus der Praxis nicht möglich.

E. Zwischenfazit

698 Das Aktienrecht bietet *vielseitige Anknüpfungspunkte* für eine Bevorzugung.

699 Die Frage der aktienrechtlichen Zulässigkeit einer Bevorzugung nach geltendem Recht ist davon abhängig, ob sie auf einem *sachlichen Grund* beruht. Die Förderung und Begünstigung langfristig beteiligter Aktionärsbeteiligungen und somit einer in Bezug auf die Haltedauer ausgewogenen Aktionärsbasis kann im Interesse der Gesellschaft liegen.¹³⁶¹ Werden langfristig beteiligte Aktionäre durch ein Konzept bevorzugt, mit dem die Bildung einer langfristigen Aktionärsbasis beabsichtigt wird, entspricht das dem Sachlichkeitsgebot.¹³⁶² Die in diesem Kapitel dar-

¹³⁶⁰ Loyalitätsdividenden sind einfach zu handhaben, weil die Aktionäre nach der Registrierung nichts weiter tun müssen, als ihre Beteiligung aufrechtzuerhalten. Zum niederländischen Recht vgl. DE BEURS, 22, der ebenfalls für möglichst einfach anzuwendendes Treueprogramm plädiert.

¹³⁶¹ Siehe vorne Rz. 563.

¹³⁶² Siehe vorne Rz. 571.

gestellten Konzepte basieren alle auf einem sachlichen Grund, zumal ihr Zweck in der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen liegt.

Die Zulässigkeit einer Bevorzugung nach geltendem Recht ist zudem davon abhängig, ob sie dem Erfordernis der *Verhältnismässigkeit* entspricht. Ob Konzepte zur Erreichung dieses Ziels verhältnismässig sind, wird im zweiten Teil dieser Arbeit geprüft. Es scheiden jedoch bereits von vornherein diejenigen Konzepte aus, die nicht zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen geeignet sind. Der Theorie zufolge sind unmittelbar finanzielle Anreize am ehesten geeignet, Aktionäre zu einem langfristigen Halten zu bewegen.¹³⁶³ Demgegenüber gibt es – nach dem aktuellen Stand der Forschung – keinen Zusammenhang zwischen nicht finanziellen und mittelbar finanziellen Anreizen und langfristigen Aktionärsbeteiligungen. Die Theorie wird gestützt durch empirische Erkenntnisse zu Loyalitätsstimmrechten und punktuellen Beobachtungen zu Loyalitätsdividenden in der Unternehmenspraxis.¹³⁶⁴ Normkonzepte, die langfristige Aktionärsbeteiligungen mit nicht finanziellen oder mittelbar finanziellen Anreizen zu fördern und begünstigen versuchen, sind deshalb nicht geeignet zur Bildung einer stabilen Aktionärsbasis. Sie sind in Anbetracht des aktuellen Stands der Forschung unter geltendem Recht nicht zulässig.¹³⁶⁵

Loyalitätsaktien mit unmittelbaren finanziellen Anreizen entsprechen dem *Leitbild der Aktionärsloyalität* am besten. Das wird deutlich anhand der Theorie und Praxis zu Loyalitätsdividenden. Erstens streben Gesellschaften mit Loyalitätsdividenden nach einem Leitbild, in dem der Aktionär als Mitglied der Gesellschaft statt als blosser Kapitalgeber gesehen wird.¹³⁶⁶ Dabei kommt die philosophische Kompo-

¹³⁶³ So auch BOOTSMA, *Loyalty-Promoting Instruments*, 129 f. Er erachtet Loyalitätsdividenden und -optionen eher für geeignet zur Förderung und Begünstigung von Aktionärsloyalität als Loyalitätsstimmrechte, weil sie den Aktionären unmittelbare finanzielle Anreize bieten.

¹³⁶⁴ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 634 ff.

¹³⁶⁵ Loyalitätsstimmrechte sind nach geltendem Recht bereits aus einem anderen Grund nicht zulässig. Das Gesetz lässt Abweichungen vom Stimmrecht nach der Kapitalbeteiligung nur zu, wenn Aktien mit unterschiedlichem Nennwert ausgegeben werden, die kraft einer Statutenbestimmung je eine Stimme haben (vgl. Art. 693 Abs. 1 OR). Aktien derselben Kategorie oder mit gleichem Nennwert dürfen keine zusätzlichen Stimmrechte zugewiesen werden. Die Einführung von Loyalitätsdividenden wäre demnach bereits aus diesem Grund unzulässig. Zum Gesagten siehe DAENIKER, *Loyalitätsaktien*, 161.

¹³⁶⁶ Es scheint um eine aufrichtige und anhaltende Hingabe zur Gesellschaft zu gehen; vgl. die Aussage auf der Webseite der Air Liquide S.A. in Fn 1272. Ferner gibt es Parallelen zum Konzept der Aktionärskultivierung gemäss BELINFANTI, 789 ff., 807 f., so-

nente der Loyalität zum Ausdruck.¹³⁶⁷ Zweitens tragen sie mit finanziellen Anreizen und mit einer Möglichkeit zur direkten Kommunikation für langfristige Aktionäre dazu bei, dass ihre Beteiligungen langfristig gehalten werden.¹³⁶⁸ Sie fördern mithin die Aktionärsloyalität im ökonomischen Sinne.¹³⁶⁹ Und drittens kann die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Gesellschaftsinteresse liegen und somit der Aktionärsloyalität im rechtswissenschaftlichen Sinne entsprechen.¹³⁷⁰

IV. Zusammenfassung und Fazit

A. Zusammenfassung

- 702 Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sollen sich an einem sanften regulatorischen Eingriff im *Aktienrecht* orientieren. In inhaltlicher Hinsicht bietet sich das Aktienrecht als Anknüpfungspunkt an, weil die Dauer der Aktionärsbeteiligung eine Frage der körperschaftlichen Rechtsbeziehung zwischen Gesellschaft und Aktionären ist. In formeller Hinsicht ist eine dispositive gesetzliche Regelung angezeigt, die Gesellschaften dazu ermächtigt, langfristig beteiligten Aktionären bestimmte Privilegien einzuräumen.¹³⁷¹
- 703 Angesichts der uneinheitlichen empirischen Erkenntnisse zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt ist es angemessen, langfristige Aktionärsbeteiligungen mit dem *Regelungsinstrument der Anreize* zu fördern und zu begünstigen. Weitergehende Regelungsinstrumente, wie z.B. Gebote und Verbote, würden der Heterogenität der Aktiengesellschaften nicht gerecht. Weniger weitgehende Regelungsinstrumente, wie z.B. unverbindliche Richtlinien, würden kaum einen wirksamen Beitrag zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen leisten. Sowohl weitergehende als auch weniger weitgehende Regelungsinstrumente wären deshalb nicht verhältnismässig. Es ist angemessen, den Gesellschaften im Sinne eines möglichst schonenden Paternalismus zu ermöglichen, im Rahmen ih-

wie zum Konzept der psychologischen Eigentümerschaft gemäss SIKAVICA/HILLMAN, 2 ff.

¹³⁶⁷ Zum philosophischen Begriffsverständnis von Loyalität vgl. vorne Rz. 35 ff.

¹³⁶⁸ Zu den Auswirkungen von Loyalitätsdividenden vgl. vorne Rz. 644 ff.

¹³⁶⁹ Es sind insbesondere die Parallelen zum Konzept von Abwanderung, Widerspruch und Loyalität von HIRSCHMAN erkennbar. Siehe hierzu vorne Rz. 48.

¹³⁷⁰ Siehe vorne Rz. 563 und 565.

¹³⁷¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 592.

rer Gestaltungsfreiheit Massnahmen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zu ergreifen.¹³⁷²

Aktienrechtliche Normkonzepte, die den Aktionären einen *unmittelbar finanziellen Anreiz* für das Halten ihrer Beteiligung geben, sind am ehesten geeignet zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Diese Erkenntnis ergibt sich zum einen aus der Anwendung des ökonomischen Konzepts zu Abwanderung, Widerspruch und Loyalität. Sie ergibt sich zum anderen aus den empirischen Erkenntnissen zu entsprechenden Normkonzepten und punktuellen Beobachtungen aus der Unternehmenspraxis. Langfristige Aktionärsbeteiligungen und eine in Bezug auf die Haltedauer ausgewogene Aktionärsbasis können im Interesse der Gesellschaft liegen. Normkonzepte, die langfristige Aktionärsbeteiligungen mit *unmittelbar finanziellen Anreizen* fördern und begünstigen, entsprechen mithin dem Leitbild der Aktionärsloyalität. Deren Umsetzung im Aktienrecht ist somit aus normativer Sicht gerechtfertigt.¹³⁷³ 704

B. Fazit

Die Darstellung im zweiten Teil beschränkt sich in Anbetracht des Kriteriums der Geeignetheit auf diejenigen aktienrechtlichen Konzepte, die den Aktionären einen *unmittelbar finanziellen Anreiz* für das langfristige Halten ihrer Beteiligung geben. Es sind dies in erster Linie Loyalitätsdividenden, zumal sie langfristige Aktionärsbeteiligungen unbegrenzt in die Zukunft fördern. Auch bestimmte Ausgestaltungen von Loyalitätsbezugsrechten und -vorwegzeichnungsrechten sowie Loyalitätsoptionen mögen einen ähnlichen Beitrag leisten, sofern sie langfristig beteiligten Aktionären einen tieferen Ausgabepreis vermitteln. Sie wirken aber jeweils nur während des eingeschränkten Zeitraums einer Kapitalerhöhung oder der Ausübungsfrist der Optionen. Zudem muss der Aktionär zusätzliche Mittel aufwenden, um in den Genuss der Privilegierung zu kommen.¹³⁷⁴ Insgesamt aber knüpfen die genannten Konzepte an der Ursache kurzfristiger Orientierung – die übermäßige Abzinsung künftiger Erträge – an. Sie erlauben dem Aktionär, den künftigen Ertrag seiner Investition – oder immerhin den relativen Mehrertrag gegenüber 705

¹³⁷² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 700.

¹³⁷³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 701.

¹³⁷⁴ Er muss z.B. Mittel für die zusätzlichen Aktien oder Optionen aufbringen, wohingegen er bei einer Loyalitätsdividende ohne zusätzliche Mittel einen jährlich wiederkehrenden Vorteil hat.

kurzfristig beteiligten Aktionären – besser abzuschätzen.¹³⁷⁵ Dieser Vorteil ist bei Konzepten, die dem Aktionär lediglich einen mittelbar finanziellen Anreiz bieten, zweifelhaft.

- 706 Es wird nicht weiter eingegangen auf die Zulässigkeit und die Ausgestaltung von Konzepten, die den Aktionären einen *nicht finanziellen oder mittelbar finanziellen Anreiz* geben. Es sind dies Loyalitätsstimmrechte, die Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre oder andere denkbare Konzepte. Es ist aber nicht ausgeschlossen, dass diese Konzepte unter einem anderen Gesichtspunkt als der Bildung einer langfristigen Aktionärsbasis sachlich gerechtfertigt und verhältnismässig sein können. Es ist denkbar, dass sich aus den weiteren Erfahrungen mit diesen Konzepten im Ausland, insbesondere mit den relativ weit verbreiteten Loyalitätsstimmrechten, genauere Erkenntnisse zu deren Auswirkungen ergeben.¹³⁷⁶
- 707 Es lohnt sich, in Bezug auf die Auswirkungen verschiedener Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen die *Entwicklungen im Ausland* zu verfolgen und aus den daraus gewonnenen Erkenntnissen gegebenenfalls Empfehlungen für die Weiterentwicklung des schweizerischen Aktienrechts abzuleiten.

¹³⁷⁵ Zur übermässigen Abzinsung künftiger Erträge siehe vorne Rz. 493 f.

¹³⁷⁶ So z.B. auch in Bezug auf die Auswirkungen auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen.

2. Teil:

Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht de lege lata

Im ersten Teil der Arbeit wurde aufgezeigt, dass die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen aus aktienrechtlicher Sicht legitim sein kann. In einem nächsten Schritt wird überprüft, inwieweit die Umsetzung der als wirksam eingeschätzten Normkonzepte – Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechte, Loyalitätsvorwegzeichnungsrechte und Loyalitätsoptionen – nach geltendem Recht zulässig ist. Den untersuchten Konzepten sind im Sinne eines *möglichst schonenden Paternalismus* zwei Punkte gemein: Erstens gewähren die Konzepte den Gesellschaften und ihren Aktionären Wahlfreiheit. Gesellschaften können demnach selbst entscheiden, ob sie langfristige Aktionärsbeteiligungen fördern und begünstigen wollen oder nicht. Zweitens wahren die Konzepte weitestgehend die statutarische Gestaltungsfreiheit der Gesellschaften. Die Gesellschaften können somit auch selbst entscheiden, in welcher Form und inwieweit sie langfristig beteiligte Aktionäre bevorzugen wollen. 708

Im zweiten Teil dieser Arbeit wird dargelegt, wie Gesellschaften verschiedene Konzepte von Loyalitätsaktien nach geltendem Recht in ihren Statuten umsetzen können. Ausgangspunkt der Untersuchung ist die Auslegung der Bestimmungen des schweizerischen Rechts. Im Sinne einer funktionalen Rechtsvergleichung wird auch berücksichtigt, wie die Zulässigkeit von Loyalitätsaktien in ausgewählten ausländischen Rechtsordnungen beurteilt wird. Die Rechtsvergleichung erfolgt nicht in Form eines eigenen Kapitels. Vielmehr wird an verschiedenen Stellen auf die Rechtslage und den Stand der Diskussion in ausgewählten ausländischen Rechtsordnungen eingegangen. 709

In einem ersten Schritt wird die Zulässigkeit von Loyalitätsdividenden untersucht (§ 4). In einem zweiten Schritt wird geprüft, inwieweit sich Loyalitätsbezugsrechte und -vorwegzeichnungsrechte im geltenden Recht umsetzen lassen (§ 5 und 6). Und zuletzt wird dargelegt, inwieweit Gesellschaften langfristige Aktionärsbeteiligungen mit Loyalitätsoptionen fördern und begünstigen können (§ 7). 710

§ 4 Loyalitätsdividenden

Zunächst wird auf verschiedene Aspekte von Loyalitätsdividenden nach geltendem schweizerischem Recht eingegangen. Sie sind von den im Rahmen dieser Arbeit untersuchten Konzepten zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen das *am weitesten verbreitete Mittel*.¹³⁷⁷ Die Ausführungen zur rechtlichen Umsetzung von Loyalitätsdividenden lassen sich deshalb gut mit rechtsvergleichenden Bemerkungen anreichern. 711

Zur Untersuchung des Konzepts werden in einem ersten Schritt die Eckpunkte eines möglichen Grundmodells von Loyalitätsdividenden umschrieben (I.). Dieses vorläufige Grundmodell wird in einem zweiten Schritt einer rechtlichen Prüfung unterzogen. Dabei geht es zunächst um die Klärung der materiellen Gültigkeit von Statutenklauseln betreffend Loyalitätsdividenden (II.) und danach um deren aktienrechtliche Zulässigkeit (III.). Aus den Erkenntnissen dieses Kapitels werden die Bausteine für eine Muster-Statutenklausel für Loyalitätsdividenden abgeleitet (IV. und Anhang 1). Das Kapitel dient Aktiengesellschaften als Grundlage und Richtlinie für die Einführung von Loyalitätsdividenden als Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. 712

I. Grundmodell

Die Statuten einer Aktiengesellschaft könnten vorsehen, dass auf Aktien, deren Eigentümer seit einer bestimmten Zeit ununterbrochen als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen ist, eine *höhere Dividende* ausbezahlt wird. Eine entsprechende Regel könnte für die Rückzahlung von Kapitalreserven gelten. 713

Die Statuten sollten die *Grundsätze* der Loyalitätsdividende in formeller und materieller Hinsicht festlegen. In formeller Hinsicht sollten sie die Zuständigkeiten und die erforderlichen Beschlüsse der Organe der Gesellschaft regeln (A.). In materieller Hinsicht sollten sie Bestimmungen zu den Voraussetzungen der Berechtigung, zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zur Art und zum Mass der Berechtigung enthalten (B.). 714

¹³⁷⁷ Siehe vorne Rz. 632.

A. Formelle Grundsätze

- 715 Die Auszahlung einer Loyalitätsdividende bedarf einer *Grundlage in den Statuten*. Das Gesetz sieht vor, dass die Anteile am Gewinn und am Liquidationsergebnis grundsätzlich im Verhältnis der Kapitalanteile berechnet werden. Eine Abweichung bedarf nach dem Wortlaut von Art. 661 OR einer Grundlage in den Statuten.¹³⁷⁸ Mit der Ausrichtung einer Loyalitätsdividende wird auf Aktien, deren Eigentümer langfristig als Eigentümer im Aktienbuch eingetragen ist, eine im Vergleich zu kurzfristig gehaltenen Aktien höhere Dividende ausbezahlt.¹³⁷⁹ Eine solche Abweichung muss nach dem Wortlaut des Gesetzes in einer Statutenbestimmung enthalten sein. Es würde bereits aus formellen Gründen nicht genügen, die abweichende Verteilung lediglich im Beschluss zur Festsetzung der Dividende vorzusehen.¹³⁸⁰
- 716 Die Beschlussfassung über die Einführung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden und über die Auszahlung der Loyalitätsdividende liegt in der *Zuständigkeit der Generalversammlung*. Die Festsetzung und Änderung der Statuten sowie die Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns und insbesondere die Festsetzung der Dividende sind unentziehbare Kompetenzen der Generalversammlung.¹³⁸¹ Sofern die Statuten nichts anderes bestimmen, fasst die Generalversammlung den entsprechenden Beschluss mit der absoluten Mehrheit der vertretenen Stimmen.¹³⁸²
- 717 Es braucht somit *zweierlei Beschlüsse* der Generalversammlung zur Privilegierung langfristiger beteiligter Aktionäre in Bezug auf das Recht auf Dividende: Es bedarf

¹³⁷⁸ Zum Gesagten siehe Art. 661 OR («[...] sofern die Statuten nicht etwas anderes vorsehen [...]»); vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 665, gemäss dem der Wortlaut «[...] im Verhältnis der auf das Aktienkapital einbezahlten Beträge [...]» bedeutungslos sei, weil teilliberierte Aktien nur noch selten vorkommen.

¹³⁷⁹ Weil es sich um eine von Art. 661 OR abweichende Berechnung handelt, könnte man die Loyalitätsdividende statt als Zusatzanspruch zur ordentlichen Dividende auch einfach als Bestandteil der ordentlichen Dividende qualifizieren. Zu dieser Ansicht im niederländischen Recht vgl. DE BEURS, 5 f.

¹³⁸⁰ Zudem wäre es aus materiellen Gründen problematisch, weil die Generalversammlung zur Bestimmung der Berechtigung rückwirkend auf die Haltedauer der Aktionäre im Vorfeld des Beschlusses abstellen würde. Vgl. hierzu hinten Rz. 754. Vgl. auch BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 666, gemäss dem sich Sonderrechte auf Dividenden zudem nur durch die Schaffung einer besonderen Kategorie von Beteiligungsrechten begründen lassen. Siehe im Einzelnen hierzu hinten Rz. 778.

¹³⁸¹ Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 und 4 OR.

¹³⁸² Art. 703, 704 OR *e contrario*.

erstens eines grundlegenden Beschlusses zur Einführung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden.¹³⁸³ Zweitens braucht es unabhängig davon einen jährlich wiederkehrenden Beschluss über die Verwendung des Bilanzgewinns und die Festsetzung der Dividende.¹³⁸⁴ Mit dem Dividendenbeschluss entsteht eine konkrete Forderung des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft.¹³⁸⁵ Der Inhalt des Beschlusses verändert sich aber mit der Einführung von Loyalitätsdividenden nicht. Es wird auch nach der Einführung von Loyalitätsdividenden über die Dividendensumme abgestimmt. Es ändert sich lediglich der Schlüssel zur Verteilung der Dividendensumme auf die Aktien. Es ist üblich, dass die Aktionäre mit der Einberufung der Generalversammlung nicht nur über die Verwendung des Bilanzgewinns, sondern auch über die Höhe der Dividende pro Aktie informiert werden.

B. Materielle Grundsätze

1. Vorbemerkung

Die Statuten sollten in materieller Hinsicht die *Grundsätze* der Berechtigung zur Loyalitätsdividende festlegen. Dazu gehören die Voraussetzungen des Anspruchs auf eine Loyalitätsdividende, Angaben zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zur Art und zum Mass der Berechtigung. Entscheidend ist, dass dem Verwaltungsrat kein Ermessensspielraum zukommt, weitere erschwerende Bedingungen vorzusehen.¹³⁸⁶ Ein solcher Ermessensspielraum ist aus zwei Gründen zu vermeiden: Erstens würde er ein nicht abschätzbares Risiko für die Aktionäre darstellen und könnte deshalb zur Unzulässigkeit der Regelung führen.¹³⁸⁷ Zweitens müssen die Aktionäre Gewissheit haben, unter welchen Voraussetzungen sie eine höhere Dividende erhalten und wie viel höher diese ist, damit die Regelung auch tatsächlich als Anreiz für langfristiges Halten wirkt.¹³⁸⁸

¹³⁸³ Zur Muster-Statutenbestimmung siehe hinten Anhang 1.

¹³⁸⁴ Entsprechend Art. 675 Abs. 2 OR. Zu den Voraussetzungen eines gültigen Dividendenbeschlusses siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 676 ff. Zum Inhalt des Dividendenbeschlusses im Falle der Ausrichtung einer Loyalitätsdividende siehe hinten Rz. 717.

¹³⁸⁵ GLANZMANN, Dividendenausschüttungen, 109.

¹³⁸⁶ In diesem Sinne zum niederländischen Recht vgl. DE BEURS, 6.

¹³⁸⁷ Zur Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit Art. 680 Abs. 1 OR siehe im Einzelnen hinten Rz. 884 ff.

¹³⁸⁸ Nur auf diese Weise kann die Bewertung des Aktionärs in die Interessenabwägung in Bezug auf das Halten oder Verkaufen seiner Beteiligung einfließen und diese zugunsten des Haltens beeinflussen. Vgl. vorne Rz. 646.

2. Persönlicher Anwendungsbereich

- 719 Der persönliche Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden erstreckt sich auf *alle aktuellen und künftigen Aktionäre* einer Gesellschaft.¹³⁸⁹
- 720 Entscheidet sich eine Gesellschaft mit Partizipationskapital für die Einführung von Loyalitätsdividenden, muss sie *langfristig beteiligten Partizipanten* ebenfalls eine entsprechend höhere Dividende auszahlen. Partizipanten haben die gleichen Vermögensrechte wie Aktionäre.¹³⁹⁰ Bei einer Gesellschaft mit Partizipationskapital muss sich die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden deshalb auch auf langfristige Partizipanten beziehen.¹³⁹¹ Die Berechtigung könnte anhand der Einträge im Partizipationsscheinregister ermittelt werden. Angesichts der geringen Bedeutung von Partizipationsscheinen in der Praxis wird im Folgenden nicht gesondert auf Gesellschaften mit Partizipationskapital eingegangen.¹³⁹² Soweit nicht anders vermerkt, gilt für Partizipanten in Bezug auf die Loyalitätsdividende das Gleiche wie für Aktionäre.
- 721 Entscheidet sich eine Gesellschaft, die *Genussscheine* mit Anrecht auf einen Anteil am Bilanzgewinn ausgegeben hat, für die Einführung von Loyalitätsdividenden, richtet sich der Anspruch der Genussscheininhaber nach der Regelung in den Statuten.¹³⁹³ Soweit die Genussscheine den Aktien in den Statuten hinsichtlich der Gewinnverteilung gleichgestellt wurden,¹³⁹⁴ muss sich die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden auch auf langfristige Genussscheininhaber beziehen.¹³⁹⁵ Ob allerdings die Förderung und Begünstigung langfristigen Haltens von Genussscheinen im Interesse der Gesellschaft liegt und somit dem Sachlichkeitsgebot entspricht, ist unklar.¹³⁹⁶

¹³⁸⁹ Siehe im Einzelnen hinten Rz. 818 ff.

¹³⁹⁰ Art. 656a ff., insb. Art. 656f Abs. 1 OR.

¹³⁹¹ Siehe hinten Anhang 1, Ziff. 6.

¹³⁹² Zur Bedeutung von Partizipationsscheinen in der Praxis siehe BINDER/VETTER, 283 ff., gemäss deren Hochrechnung der Anteil Gesellschaften mit Aktienkapital im Jahre 2010 lediglich 0.3–0.4% betrug. Siehe auch BÖCKLI, Aktienrecht, § 3 N 221 ff.

¹³⁹³ Vgl. Art. 657 OR.

¹³⁹⁴ Siehe z.B. ROCHE HOLDING AG, § 29 Abs. 2.

¹³⁹⁵ Das bedeutet, dass der Genussscheininhaber Recht auf eine höhere Dividende hätte, wenn er die Genussscheine ununterbrochen während der statutarisch bestimmten Frist gehalten hat. Die Gesellschaft müsste in diesem Fall einen Weg zur Nachvollziehbarkeit der Inhaberschaft finden, z.B. in Form eines Verzeichnisses.

¹³⁹⁶ Es wird deshalb in der Muster-Statutenbestimmung auf einen Einbezug von Genussscheininhabern verzichtet (vgl. hinten Anhang 1). Wollte eine Gesellschaft mit Ge-

3. Minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung

Die Statuten sollten die minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung enthalten, die zum Bezug einer Loyalitätsdividende berechtigt. Der Zweck der Loyalitätsdividende ist die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Als langfristig gelten *Aktionärsbeteiligungen ab zwei Jahren*.¹³⁹⁷ Deshalb sollten die Statuten die Berechtigung auf Aktien beschränken, die während mindestens zwei Jahren ununterbrochen vom gleichen Aktionär gehalten wurden. 722

4. Nachweis der Berechtigung

Die Statuten sollten auch Bestimmungen zum Nachweis der Berechtigung enthalten. Zum Nachweis der Berechtigung dienen die Eintragung im Aktienbuch und gegebenenfalls eine Erklärung des Aktionärs betreffend die wirtschaftliche Berechtigung. 723

a) Eintrag im Aktienbuch

aa) Namenaktien

Bei *Namenaktien* kann zur Ermittlung der zweijährigen Dauer der Aktionärsbeteiligung auf die Eintragung ins Aktienbuch abgestellt werden.¹³⁹⁸ Berechtigt wären in diesem Fall Aktien, deren Eigentümer am Ende des massgeblichen Geschäftsjahres seit mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen sind und bis zum Stichtatum für die Auszahlung der Dividende bleiben.¹³⁹⁹ Hat eine Gesellschaft Partizipationsscheine ausgegeben, müsste sie auch deren Eigentümer in einem Verzeichnis registrieren, um die Berechtigung der Partizipanten zu ermitteln.¹⁴⁰⁰ Im Falle eines Wechsels des Eigentümers ginge das Privileg grundsätzlich unter.¹⁴⁰¹ 724

Bei Gesellschaften mit einer *Vinkulierungsbestimmung* in den Statuten ist die Eintragung ins Aktienbuch abhängig von der Anerkennung des Aktionärs durch den Verwaltungsrat. Je nachdem, ob die Beteiligungspapiere der Gesellschaft an der Börse 725

nussscheinen Loyalitätsdividenden einführen, bestünde ein zusätzlicher Regelungsbedarf.

¹³⁹⁷ Siehe vorne Rz. 319 und 623.

¹³⁹⁸ Zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 4 f.

¹³⁹⁹ Zum französischen Recht vgl. Art. L232-14 C.com./FR; beispielhaft AIR LIQUIDE S.A., Statuts, Art. 21 Abs. 7.

¹⁴⁰⁰ Diese sind den Aktionären in vermögensrechtlicher Hinsicht gleichgestellt, siehe vorne Rz. 81.

¹⁴⁰¹ Zur Berechtigung in besonderen Konstellationen siehe hinten Rz. 737.

kotiert sind oder nicht, hat die Ablehnung des Aktionärs eine andere Wirkung auf den Lauf der für den Anspruch auf eine Loyalitätsdividende massgeblichen Haltefrist. Bei börsenkotierten Gesellschaften beginnt die Haltefrist für den Anspruch auf eine Loyalitätsdividende auch dann zu laufen, wenn der Aktionär ohne Stimmrecht ins Aktienbuch eingetragen wird.¹⁴⁰² Diesfalls kann er sämtliche vermögensmässigen Rechte und somit auch das Recht auf Dividende sowie das damit zusammenhängende Recht auf Loyalitätsdividende gegenüber der Gesellschaft geltend machen. Bei nicht börsenkotierten Gesellschaften beginnt die für die Loyalitätsdividende relevante Haltefrist erst zu laufen, wenn die für die Übertragung der Aktien erforderliche Zustimmung erteilt worden ist. Davor verbleiben das Eigentum an den Aktien und alle damit zusammenhängenden Rechte beim Veräusserer.¹⁴⁰³

bb) Inhaberaktien

- 726 Hat die betroffene Gesellschaft *Inhaberaktien* ausgegeben, ist der Nachweis der Berechtigung nicht ohne Weiteres möglich. Bei nicht börsenkotierten Gesellschaften sind Inhaberaktien nur noch zulässig, sofern sie als Bucheffekten ausgestaltet sind.¹⁴⁰⁴ In diesem Falle sind die Aktionäre der Gesellschaft nicht unmittelbar bekannt, weil sie beim Erwerb gegenüber der Gesellschaft keine Meldung erstatten müssen.¹⁴⁰⁵ Die Identität und der Anspruch der Effektenkontoinhaber sind nur der Verwahrungsstelle oder der Depotbank unmittelbar bekannt.¹⁴⁰⁶ Gegenüber der Gesellschaft werden sie erst bekannt, wenn die Aktionäre ihre Rechte aus den Bucheffekten, wie z.B. das Recht auf Dividende oder auf Teilnahme an der Generalversammlung, ausüben.¹⁴⁰⁷ Bei börsenkotierten Gesellschaften sind die Aktio-

¹⁴⁰² Vgl. Art. 685f Abs. 3 OR.

¹⁴⁰³ Vgl. Art. 685c Abs. 1 OR.

¹⁴⁰⁴ Art. 622 Abs. 1^{bis} OR (in Kraft seit 1. November 2019). Dasselbe gilt aufgrund des Verweises in Art. 656a Abs. 2 OR auch für Inhaberpartizipationsscheine.

¹⁴⁰⁵ Vgl. Art. 697j Abs. 5 OR. Die Ausnahme von der Meldepflicht ist möglich, weil bei den als Bucheffekten ausgestalteten Inhaberaktien die Identifizierung des Eigentümers jederzeit möglich ist. I.d.R. dürfte der Aktionär seine Titel nicht bei der Verwahrungsstelle gem. Art. 622 Abs. 1^{bis} OR halten, sondern auf einem Effektenkonto bei einer Bank, die ein Effektenkonto bei der Verwahrungsstelle hat. Weil die Bank gem. Art. 3 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 2 lit. a BEG verantwortlich für die Identifikation des Kunden ist, sind die Informationen über den Aktionär gegebenenfalls verfügbar (zum Gesagten siehe BOTSCHAFT GAFI-GESSETZ 2013, 617; BSK OR II-HESS/DETTWILER, Art. 697i, N 61 ff.).

¹⁴⁰⁶ Vgl. BOTSCHAFT BEG 2006, 9341, 9357.

¹⁴⁰⁷ Dazu dient der Ausweis gem. Art. 16 BEG. Vgl. BSK Wertpapierrecht-PULVER/MEYER BAHAR, Art. 16 BEG, N 4.

näre aufgrund der kapitalmarktrechtlichen Offenlegungspflicht zur Meldung des Erwerbs und der Veräußerung von Inhaberaktien verpflichtet, wenn sie dadurch einen der gesetzlichen Schwellenwerte erreichen bzw. über- oder unterschreiten.¹⁴⁰⁸ Dadurch ist aber auch nicht sichergestellt, dass die Gesellschaft alle Inhaberaktionäre und wirtschaftlich berechtigten Personen kennt. Zum einen bleiben diejenigen Inhaberaktionäre, deren Beteiligung keinen der gesetzlichen Schwellenwerte tangiert, anonym.¹⁴⁰⁹ Zum anderen besteht auch keine Transparenz hinsichtlich allfälliger Inhaberpartizipationsscheine.¹⁴¹⁰

Der Nachweis der Berechtigung wäre bei Gesellschaften mit Inhaberaktien allenfalls möglich, sofern die Gesellschaft auf statutarischer Grundlage ein *Verzeichnis der Inhaberaktionäre* führt. Dazu müsste die Gesellschaft ihre Aktionäre in einem ersten Schritt alle identifizieren und in einem zweiten Schritt dazu verpflichten, den Erwerb und die Veräußerung von Aktien zu melden. Es ist aber zum einen unklar, ob eine solche Meldepflicht vor dem Hintergrund des Nebenleistungsverbots zulässig wäre. Zum anderen besteht auch bei einer Meldepflicht keine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben im Register. Entsprechende Kontrollen dürften nur mit unverhältnismässigem Aufwand zu bewerkstelligen sein und brächten trotzdem keine Sicherheit betreffend die Berechtigung. Aufgrunddessen und weil selbst im Falle der Zulässigkeit einer Meldepflicht keine Sicherheit für die Richtigkeit der Meldungen besteht, ist bei einer Gesellschaft mit Inhaberaktien von einer Einführung von Loyalitätsdividenden abzusehen. Kann die Berechtigung nicht geprüft werden, besteht die Gefahr von Umgehungen der Regelung. Das beeinträchtigt die Eignung von Loyalitätsdividenden zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. 727

¹⁴⁰⁸ Art. 120 Abs. 1 FinfraG.

¹⁴⁰⁹ Vgl. GLANZMANN/SPOERLÉ, 92, die auf die Anonymität von Aktionären hinweisen, deren Beteiligung weniger als 3% der Stimmrechte vermittelt. Dem ist hinzuzufügen, dass auch Übertragungen von Inhaberaktien, mit denen keiner der anderen gesetzlichen Schwellenwerte überschritten wird, von der Meldepflicht ausgenommen wären. Veräussert z.B. ein Aktionär mit einer Beteiligung von 8% der Stimmrechte einen Anteil, der 2% der Stimmrechte entspricht, an einen neuen Aktionär, wäre diese Veräußerung oder der Erwerb nicht von der Meldepflicht erfasst.

¹⁴¹⁰ Der Erwerb und die Veräußerung von Partizipationsscheinen unterstehen der kapitalmarktrechtlichen Meldepflicht nicht (SIX OFFENLEGUNGSSTELLE, Ziff. 2).

b) *Zusätzliche Erklärung des Aktionärs betreffend die wirtschaftliche Berechtigung*

aa) Risiko vor Umgehung des Regelungszwecks

- 728 Es besteht ein gewisses Risiko vor *Umgehungen des Regelungszwecks* von Loyalitätsdividenden. Der Zweck von Loyalitätsdividenden liegt in der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Der Anreiz zum Aufrechterhalten der Mitgliedschaft richtet sich an diejenigen Personen, die über die Aktien verfügen dürfen.
- 729 Es sind verschiedene Konstellationen denkbar, mit denen versucht werden könnte, diesen Zweck zu umgehen. Es ist namentlich denkbar, dass der Regelungszweck mit einer *treuhänderischen Übertragung der Aktionärsstellung* umgangen wird.¹⁴¹¹ In diesem Falle würde ein Wechsel des wirtschaftlich berechtigten Eigentümers nicht automatisch zum Neubeginn der für die Berechtigung zur Loyalitätsdividende erforderlichen Haltedauer führen.
- 730 Eine Umgehung ist im Weiteren denkbar, wenn eine *Kapitalgesellschaft* Aktionärin ist. Ein Kontrollwechsel in der die berechtigten Aktien haltenden Kapitalgesellschaft würde zwar zu einem Wechsel der an dieser Gesellschaft wirtschaftlich berechtigten Personen führen. Die für die Berechtigung zum Bezug einer Loyalitätsdividende massgebliche Haltedauer würde aber nicht neu zu laufen beginnen, zumal die Kapitalgesellschaft berechnete Aktionärin bliebe. Die Entscheidungsbefugnis zur Veräusserung ginge aber je nach interner Organisation der Kapitalgesellschaft auf neue Personen über. In solchen Konstellationen wäre der Regelungszweck von Loyalitätsdividenden nicht mehr erfüllt.
- 731 Eine besondere Konstellation ergibt sich sodann, wenn ein (vertraglicher) *Anlagefonds* eine langfristige Aktionärsbeteiligung hält, die Anleger ihre Fondsanteile aber unterschiedlich lange halten. Auch in diesem Falle wäre der Regelungszweck von Loyalitätsdividenden nicht gewahrt. Erzielt der Anlagefonds dank der Loyalitätsdividenden bei einer passiven Anlagestrategie eine höhere Rendite, könnte er den Fondsanteilsinhabern wohl auch eine etwas höhere Rendite weitergeben.

¹⁴¹¹ Vgl. FORSTMOSER, CSR, 181 bei und in Fn. 122; zum niederländischen Recht Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 8. Bei einer treuhänderischen Übertragung der Aktionärsstellung tritt der Treuhänder im Aussenverhältnis, mithin gegenüber der Gesellschaft, als voll Berechtigter auf, ist aber im Innenverhältnis verpflichtet, die Rechte in einer bestimmten Weise auszuüben. Siehe hierzu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 45 N 36.

bb) Erklärung zur wirtschaftlichen Berechtigung als Lösungsansatz

Zur Unterbindung einer Umgehung des Regelungszwecks von Loyalitätsdividenden kann die Gesellschaft vom Aktionär *verschiedene Erklärungen* zur wirtschaftlichen Berechtigung an den Aktien verlangen. Der Inhalt der Erklärung ist davon abhängig, ob die im Aktienbuch eingetragene Person zugleich wirtschaftlich berechtigt ist. 732

Ist der im Aktienbuch eingetragene Aktionär die wirtschaftlich berechtigte Person, so gilt die Erklärung als gültig erbracht, wenn er ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien während der massgeblichen Haltefrist im eigenen Namen und *auf eigene Rechnung gehalten* hat.¹⁴¹² Mit einer solchen Erklärung wird verhindert, dass die Treuhandstrukturen zur Umgehung des Regelungszwecks von Loyalitätsaktien im Allgemeinen missbraucht werden.¹⁴¹³ Anderenfalls könnten auch wirtschaftlich berechtigte Personen mit kürzerer Haltedauer ihr Vorzugsrecht geltend machen, solange der treuhänderische Eigentümer während der massgeblichen Haltefrist nicht gewechselt hat. Der Zweck von Loyalitätsaktien, die verfügungsberechtigte Person zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung zu bringen, würde auf diese Weise nicht erreicht. Anhand der Erklärung kann die Gesellschaft ermitteln, ob diejenige Person, die über die Aktien verfügen darf, und diejenige Person, welche die Privilegierung erhält, während der massgeblichen Haltefrist nicht geändert haben.¹⁴¹⁴ 733

Es besteht keine Notwendigkeit, das Vorzugsrecht im Falle einer *Effektenleihe* auszuschliessen («*securities lending and borrowing*»). Bei der Effektenleihe verpflichtet sich der Darlehensgeber zur Übertragung des Eigentums an Wertschriften an den Darlehensnehmer für eine bestimmte oder unbestimmte Zeit. Der Dar- 734

¹⁴¹² Es wäre eine Erklärung analog derjenigen bei der Vinkulierung von Namenaktien (Art. 685b Abs. 3 OR bzw. 685d Abs. 2 OR) mit dem Unterschied, dass sich die Erklärung nicht auf den Zeitpunkt des Erwerbs, sondern auf eine statutarisch bestimmte Dauer beziehen muss. Zu diesem Ansatz vgl. auch FORSTMOSER, CSR, 181 bei und in Fn. 123; ähnlich zum niederländischen Recht Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 8. Siehe hinten Anhang 1, Ziff. 4.

¹⁴¹³ Zumal der treuhänderische Eigentümer die Aktien im Auftrag und auf Rechnung der wirtschaftlich berechtigten Person hält. Zum analogen Zweck von Art. 685d Abs. 2 OR, der Gesellschaften vor einer Umgehung der Vinkulierungsbestimmungen durch Treuhandverhältnisse schützt, vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 532.

¹⁴¹⁴ Das ergibt sich aus dem Zweck von Loyalitätsaktien im Allgemeinen. Der finanzielle Anreiz zielt darauf ab, dass die Aktien länger gehalten werden. Um die gewünschte Wirkung zu erzielen, muss die Privilegierung – in diesem Falle eine höhere Dividende – auch tatsächlich derjenigen Person zukommen, die über die Aktien verfügen darf.

lebensnehmer verpflichtet sich zur Rückerstattung von Wertschriften derselben Art und Menge am Ende der Vertragslaufzeit.¹⁴¹⁵ Er wird zum Eigentümer der Aktien.¹⁴¹⁶ Auch die wirtschaftliche Berechtigung geht auf ihn über.¹⁴¹⁷ Damit beginnt die für das Anrecht auf Loyalitätsdividenden massgebliche Haltefrist zu laufen.¹⁴¹⁸ Mit einer Effektenleihe kann demnach der Regelungszweck von Loyalitätsaktien im Allgemeinen und Loyalitätsdividenden im Besonderen nicht umgangen werden. Es ist deshalb nicht notwendig, dass Gesellschaften zusätzlich eine Erklärung der Aktionäre verlangen, dass sie die Aktien nicht im Rahmen eines Leihgeschäfts erworben haben.¹⁴¹⁹

- 735 Ist der im Aktienbuch eingetragene Aktionär hingegen nicht die wirtschaftlich berechtigte Person, so gilt die Erklärung als gültig erbracht, wenn diejenige natürliche Person, für die der Aktionär letztlich handelt, während der massgeblichen Haltefrist nicht geändert hat.¹⁴²⁰ Es genügt in solchen Konstellationen nicht, dass die vorgegebene Mindesthaltedauer lediglich beim formellen Aktionär¹⁴²¹ eingehalten ist. Der mit Loyalitätsdividenden gesetzte Anreiz richtet sich an diejenigen natürlichen Personen, die den *Entscheid über die Veräusserung* oder das Halten der Aktien treffen.¹⁴²² Deshalb muss die massgebliche Haltedauer bei der wirtschaftlich berechtigten Person eingehalten sein.¹⁴²³ Bei juristischen Personen

¹⁴¹⁵ Die Wertpapierleihe ist demnach ein Darlehensvertrag gem. Art. 312 ff. OR über eine Sache (zur Definition eines Wertpapiers vgl. Art. 965 OR, der die Verbindung eines Rechts mit einer stofflichen Urkunde verlangt). Grundlegend zum Gesagten BERTSCHINGER, Grundlagen, 20 ff.; ferner ZK-MAURENBRECHER/SCHÄRER, Art. 312, N 31 ff.

¹⁴¹⁶ BERTSCHINGER, Grundlagen, 21, 41 und 47 ff.

¹⁴¹⁷ EGLE, 341 f.

¹⁴¹⁸ Zum niederländischen Recht Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 6 f.

¹⁴¹⁹ Vgl. demgegenüber die entsprechende Formulierung zur Verhinderung einer Umgehung der Vinkulierungsbestimmungen bei börsenkotierten Gesellschaften in Art. 685d Abs. 2 E-OR NS 2020. Die Sachlage ist insofern anders, als die Effektenleihe zur Umgehung der Vinkulierungsbestimmungen missbraucht werden könnte.

¹⁴²⁰ Zu dieser Umschreibung der wirtschaftlich berechtigten Person siehe Art. 697j Abs. 1 OR.

¹⁴²¹ D.h. diejenige Person, die zwar im Aktienbuch eingetragen, aber nicht wirtschaftlich berechtigt ist.

¹⁴²² Das ergibt sich aus dem Zweck der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Die Privilegierung sollte derjenigen Person(en) zukommen, die den Entscheid über die Aufrechterhaltung oder Veräusserung der Beteiligung trifft.

¹⁴²³ Vgl. zur entsprechenden Diskussion in Bezug auf die Vinkulierung BSK OR II-DU PASQUIER/OERTLE/WOLF, Art. 685b, N 16a; VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 12 N 374. Siehe hinten Anhang 1, Ziff. 4.

oder Personengesellschaften gilt jede natürliche Person als wirtschaftlich berechnete Person, die den Aktionär in sinngemässer Anwendung von Art. 963 Abs. 2 OR kontrolliert.¹⁴²⁴ Gibt es keine entsprechende Person, muss der Aktionär diesen Umstand melden.¹⁴²⁵ Kommt es zu einem Wechsel der wirtschaftlich berechtigten Person, wird die für den Bezug von Loyalitätsdividenden massgebliche Haltefrist unterbrochen und beginnt von Neuem zu laufen.¹⁴²⁶

Eine Erklärung der Aktionäre betreffend die wirtschaftliche Berechnete Person bietet *keinen absoluten Schutz vor Umgehungen*. Immerhin dürfte aber das Risiko, die Privilegierung im Falle einer Falschangabe zu verlieren, dazu beitragen, dass weniger Aktionäre versuchen, über eine Umgehungs-konstruktion eine Loyalitätsdividende zu erhalten. Das trägt dazu bei, dass der Regelungszweck von Loyalitätsdividenden gewahrt wird. Diese Regelung mag bei den betroffenen Gesellschaften zu etwas mehr Aufwand führen.¹⁴²⁷ Es wird aber auf diese Weise sichergestellt, dass Loyalitätsdividenden einen wirksamen Beitrag zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen leisten und mithin ein geeignetes Mittel zur Zweckerreichung sind.¹⁴²⁸ 736

c) **Berechtigung in besonderen Konstellationen**

aa) Teilweiser Verkauf der Beteiligung

Es sollte auch festgelegt werden, welchen Aktien das Privileg bei einem *teilweisen Verkauf der Beteiligung* zugerechnet wird. Es wäre einerseits möglich zu vermuten, dass es sich bei den Titeln um die am längsten gehaltenen Aktien handelt 737

¹⁴²⁴ Zum Begriff der juristischen Person und der Personengesellschaft und unter Berücksichtigung bestimmter Sonderfragen siehe VISCHER/GALLI, 1024 ff.

¹⁴²⁵ Zum Gesagten vgl. die Regelung in Art. 697j Abs. 2 OR. Es bietet sich an, die Meldung der wirtschaftlich berechtigten Person zur Ermittlung der Berechnete Person bzgl. Loyalitätsaktien analog dieser Regelung auszugestalten. Eine Lockerung für börsennotierte Gesellschaften analog Art. 697j Abs. 3 OR erscheint hingegen nicht angezeigt, zumal die Meldepflicht gem. Art. 120 FinfraG erst ab einem Grenzwert von 3% der Stimmrechte wirkt und somit nicht in jedem Fall hinreichend genaue Angaben zur wirtschaftlich berechtigten Person garantiert. Kann keine wirtschaftlich berechnete Person gemeldet werden, misslingt der Nachweis der Berechnete Person für Loyalitätsdividenden.

¹⁴²⁶ Zu den denkbaren Konstellationen siehe sogleich hinten Rz. 737 ff.

¹⁴²⁷ Vgl. DE BEURS, 16; JUNG, Loyalitäts- und Aktivitätsprämien, 122 f.

¹⁴²⁸ Die Eignung von Loyalitätsdividenden in Bezug auf die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist wichtig, damit eine damit verbundene Ungleichbehandlung gerechtfertigt werden kann. Siehe hierzu hinten Rz. 979 ff.

(Prinzip *First In, First Out*). Andererseits wäre es auch möglich, davon auszugehen, dass bei einem teilweisen Verkauf die am wenigsten lang gehaltenen Titel übertragen werden (Prinzip *Last In, First Out*). Es ist angemessen, anzunehmen, dass ein Aktionär im Falle eines teilweisen Verkaufs seiner Beteiligung die am wenigsten lang gehaltenen Aktien überträgt.¹⁴²⁹ Aktionäre gingen ansonsten des Rechts auf eine Loyalitätsdividende verlustig, obwohl sie sich – zumindest in Bezug auf einen Teil ihrer Beteiligung – loyal verhalten haben.¹⁴³⁰ Um die Statutenbestimmung auf die Grundzüge zu beschränken, könnte eine solche Regel auch im Reglement festgeschrieben werden, das den Aktionären zugänglich gemacht wird.¹⁴³¹

bb) Übertragung durch Güter- oder Erbrecht

- 738 Es besteht keine Notwendigkeit, bei einer Übertragung der Aktien durch Güter- oder Erbrecht von der Regel abzuweichen, wonach die für die Privilegierung massgebliche Haltefrist neu zu laufen beginnt.¹⁴³² Loyalitätsaktien im Allgemeinen und Loyalitätsdividenden im Besonderen geben den langfristig beteiligten Aktionären eine *Belohnung für die zurückliegende Haltedauer*. Sie knüpfen demnach an ein persönliches Merkmal des Aktionärs an.¹⁴³³ Wenn die Persönlichkeit des Aktionärs wechselt, tritt – ungeachtet des Grunds der Übertragung – eine neue Person an seine Stelle, die den langfristigen Charakter ihrer Beteiligung der Gesellschaft gegenüber noch nicht zum Ausdruck gebracht hat. Der Regelungszweck

¹⁴²⁹ Zum Gesagten im französischen Recht vgl. DELVAUX, 581 f.

¹⁴³⁰ Hat sich z.B. ein Aktionär im Hinblick auf eine im Jahre 2023 auszuzahlende Loyalitätsdividende mit 100 Aktien vor dem 31.12.2020 ins Aktienbuch einer Gesellschaft eintragen lassen, kauft er anschliessend 100 Aktien im Jahre 2022 und verkauft 100 Aktien am 30.12.2022, kann er durchaus geltend machen, 100 Aktien ununterbrochen während zweier Jahre ohne Unterbruch gehalten zu haben. Die Anwendung des Prinzips *First In, First Out* würde aber darauf hinauslaufen, dass man annehmen müsste, es seien die im Jahre 2020 gekauften Aktien verkauft worden und er deshalb nicht zum Bezug einer Loyalitätsdividende berechtigt sei. Das erscheint angesichts des Regelungszwecks der Förderung und Begünstigung mindestens zweijähriger Aktionärsbeteiligungen nicht angemessen.

¹⁴³¹ Vgl. Art. 661a Abs. 4 E-OR N 2020. Vgl. hinten Anhang 1, Ziff. 5.

¹⁴³² Zum französischen Recht vgl. DELVAUX, 581, gemäss dem im Falle einer Übertragung durch Erb- oder Güterrecht oder einer Schenkung an den Ehegatten oder einen direkten Nachkommen von einer Wahrung des Privilegs ausgegangen werde. Die besagten Tatbestände führten in materieller Hinsicht nicht zu einer Unterbrechung der Berechtigung, sondern zu einer Fortführung.

¹⁴³³ Zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 6.

von Loyalitätsaktien gebietet es deshalb nicht, dem neuen Aktionär bei bestimmten Arten von Übertragungen die vergangene Haltedauer anzurechnen.

Es besteht aber umgekehrt auch keine Notwendigkeit, *Ausnahmen von der Unterbrechung der Haltedauer* im Falle einer Übertragung durch Güter- oder Erbrecht nicht zuzulassen. Die Ausnahmen müssten aber auf diejenigen Konstellationen beschränkt werden, in denen der Aktionär sich nicht für eine Übertragung der Aktien entschieden hat, sondern in denen sie aufgrund eines Ereignisses von Gesetzes wegen auf einen neuen Aktionär übergehen. Dazu gehören namentlich die Übertragung durch Güter- oder Erbrecht.¹⁴³⁴ Wenn sich der Aktionär hingegen ohne ein besonderes Ereignis für eine unentgeltliche Übertragung der Aktien unter Lebenden an eine nahestehende Person entscheidet, bringt er damit zum Ausdruck, dass er sich trotz einer Privilegierung gegen das langfristige Aufrechterhalten der Beteiligung entschieden hat. Das ist vergleichbar mit einem Verkauf der Aktien, bei dem die massgebliche Haltefrist neu zu laufen beginnt. Von diesem Grundsatz könnten die Gesellschaften mittels entsprechender Regelung in einem Reglement abweichen.¹⁴³⁵ Zur Wahrung des Regelungszwecks von Loyalitätsaktien und insbesondere von Loyalitätsdividenden sollten sie aber die Ausnahmen auf eine Übertragung kraft Erbrechts oder Güterrechts beschränken.

cc) Umstrukturierungen

Es ist zu untersuchen, inwieweit bei der Ermittlung der Privilegierung im Falle einer Umstrukturierung die bisherige Haltefrist angerechnet werden darf. Dabei kommen *verschiedene Konstellationen* infrage. Die Frage der Anrechnung der vor einer Umstrukturierung angelaufenen Haltedauer stellt sich bei einer Fusion oder einer Spaltung von Aktiengesellschaften.

Im Rahmen einer *Fusion* haben die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft grundsätzlich einen Anspruch auf *Wahrung ihrer Mitgliedschaftsrechte*. Eine Fusion ist «die Verschmelzung zweier oder mehrerer Rechtsträger zu einer Einheit» auf der Grundlage eines Fusionsvertrags.¹⁴³⁶ Im Rahmen einer Fusion verlieren die Aktionäre ihre bisherigen Anteils- und Mitgliedschaftsrechte.¹⁴³⁷ An ihre Stelle treten entsprechende Anteils- und Mitgliedschaftsrechte an der übernehmenden

¹⁴³⁴ Nicht dazu gehören hingegen Schenkungen an den Ehegatten oder einen direkten Nachkommen (zum französischen Recht vgl. vorne Fn. 1432).

¹⁴³⁵ Zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 7.

¹⁴³⁶ VON DER CRONE et al., N 49.

¹⁴³⁷ Anteilsrechte sind die in Aktien, Partizipationsscheinen oder Genussscheinen verkörpert Rechte (Art. 2 lit. g FusG). Der Begriff Mitgliedschaftsrechte umschreibt die

oder der neu zu gründenden Gesellschaft.¹⁴³⁸ Bei einer Kombinationsfusion werden die Aktionäre der fusionierenden Gesellschaften Aktionäre der neuen Gesellschaft.¹⁴³⁹ Bei einer Absorptionsfusion übernimmt eine Gesellschaft eine andere.¹⁴⁴⁰ Aktionäre mit allfälligen Sonderrechten¹⁴⁴¹ haben in einer Fusion einen Anspruch auf gleichwertige Sonderrechte oder eine Abgeltung.¹⁴⁴² Sofern bei einer Fusion eine Gesellschaft mit Loyalitätsdividenden involviert ist, kann die Gesellschaft zur Wahrung der Mitgliedschaftsrechte entweder ebenfalls eine Regelung betreffend Loyalitätsdividenden in Kombination mit einer Abgeltung vorsehen oder ausschliesslich eine Abgeltung auszahlen.

- 742 Auch im Rahmen einer *Spaltung* haben die beteiligten Aktionäre einen Anspruch auf *Kontinuität ihrer Mitgliedschaft*.¹⁴⁴³ Eine Spaltung hat neue Beteiligungsquoten in einer Gesellschaft sowie neue Arten von Anteils- und Mitgliedschaftsrechten zur Folge.¹⁴⁴⁴ Die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft haben einen Anspruch auf Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte an der übernehmenden Gesellschaft.¹⁴⁴⁵ Es gibt hingegen keinen Anspruch auf eine Barabfindung.¹⁴⁴⁶ Den Gesellschaftern aller an einer Spaltung beteiligten Gesellschaften stehen die Mitwirkungs- und Informationsrechte und die Rechtsbehelfe von Art. 105 ff. FusG zu.

nicht in Anteilen verkörperte Mitgliedschaft (VON DER CRONE et al., N 583, Fn. 1087).

¹⁴³⁸ Art. 7 Abs. 1 FusG; BSK FusG-DIEM, Art. 10, N 13; VON DER CRONE et al., N 49, 301 ff. Es darf den Aktionären gem. Art. 7 Abs. 2 FusG aber eine Ausgleichszahlung von bis zu 10% des wirklichen Werts der betroffenen Anteile ausgerichtet werden. Der Grundsatz der Fortdauer der Mitgliedschaft ist somit auf 90% des Beteiligungswerts beschränkt. Ausserdem können den Aktionären wahlweise eine Abfindung oder Anteils- und Mitgliedschaftsrechte angeboten werden oder gem. Art. 18 Abs. 5 FusG – sofern 90% der Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft zustimmen – ausschliesslich eine Abfindung.

¹⁴³⁹ Art. 3 Abs. 1 lit. b FusG.

¹⁴⁴⁰ Art. 3 Abs. 1 lit. a FusG.

¹⁴⁴¹ Dazu gehören z.B. die mit Stimmrechts- und Vorzugsaktien verbundenen Rechte (BOTSCHAFT FUSG, 4402) oder auch Individualrechte, wie z.B. Vetorechte oder Rechte von Optionsberechtigten (OFK FusG-VOGEL et al., Art. 7, N 35).

¹⁴⁴² Art. 7 Abs. 5 FusG. Diese Bestimmung ist m.E. analog auch auf die durch Loyalitätsaktien vermittelten Vorzugsrechte anwendbar. Sie schützt die bisherige Mitgliedschaftsstellung der Aktionäre wertmässig (SHK FusG-GLANZMANN, Art. 7, N 31).

¹⁴⁴³ Art. 31 Abs. 1 i.V.m. Art. 7 FusG. Das gilt gleichermassen bei einer Aufspaltung (Art. 29 lit. a FusG) und bei einer Abspaltung (Art. 29 lit. b FusG).

¹⁴⁴⁴ VON DER CRONE et al., N 583.

¹⁴⁴⁵ Art. 31 Abs. 2 FusG.

¹⁴⁴⁶ Vgl. die Regeln zur Fusion vorne Rz. 741.

Aktionäre mit allfälligen Sonderrechten haben in einer Spaltung einen Anspruch auf gleichwertige Sonderrechte oder eine Abgeltung.¹⁴⁴⁷ Sofern die übertragende Gesellschaft bei einer Spaltung eine Regelung betreffend Loyalitätsdividenden hat, gibt es zwei Möglichkeiten zur Wahrung der Mitgliedschaftsrechte ihrer Aktionäre: Entweder sieht die aus der Spaltung hervorgehende Gesellschaft ebenfalls eine Regelung betreffend Loyalitätsdividenden in Kombination mit einer Abgeltung vor oder es wird ausschliesslich eine Abgeltung ausbezahlt.

Sofern die übertragende Gesellschaft bei einer Fusion oder einer Spaltung eine Regelung betreffend Loyalitätsdividenden hat, sollte zur Wahrung der Anrechte auf Loyalitätsdividenden ihrer Aktionäre eine *Abgeltung* ausbezahlt werden. Es ist zwar denkbar, dass die übernehmende Gesellschaft ebenfalls eine Regelung betreffend Loyalitätsdividenden hat oder einführt.¹⁴⁴⁸ Würde sie bei der Ermittlung der Privilegierung den Aktionären die vor der Umstrukturierung liegende Haltedauer anrechnen, mag das zwar dem Regelungszweck von Loyalitätsdividenden entsprechen.¹⁴⁴⁹ Die Anrechnung der vor der Einführung liegenden Haltedauer ist aber nicht zulässig.¹⁴⁵⁰ Das zu den Mitgliedschaftsrechten gehörende Recht auf eine Loyalitätsdividende müsste bei einer Fusion oder einer Spaltung demnach mit einer angemessenen Abgeltung gewahrt werden.¹⁴⁵¹ Diese müsste im Fusionsvertrag

¹⁴⁴⁷ Art. 31 Abs. 1 i.V.m. Art. 7 Abs. 5 FusG. Zur analogen Anwendung der letzteren Bestimmung auf die durch Loyalitätsaktien vermittelten Vorzugsrechte siehe vorne Rz. 741 Fn. 1442.

¹⁴⁴⁸ Eine Loyalitätsdividende müsste mittels Beschluss der Gründeraktionäre oder der Generalversammlung eingeführt werden. Siehe hierzu hinten Rz. 803.

¹⁴⁴⁹ Bekundet der Aktionär der übertragenden Gesellschaft den Willen, seine Beteiligung an der aus der Fusion hervorgehenden Gesellschaft aufrechtzuerhalten, bekennt er sich weiterhin zu einer langfristigen Beteiligung. Letztere zu begünstigen ist genau der Zweck von Loyalitätsaktien im Allgemeinen und Loyalitätsdividenden im Besonderen. Siehe hierzu vorne Rz. 627.

¹⁴⁵⁰ Vgl. hinten Rz. 754.

¹⁴⁵¹ Vgl. Art. 7 Abs. 5 FusG. Der Handlungsspielraum zur Festsetzung einer Abgeltung ist erheblich (vgl. VON DER CRONE et al., N 307). Als Massstab könnte die hypothetische Berechtigung der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft in den zwei auf die Umstrukturierung folgenden Geschäftsjahren dienen. Dadurch würde das Vertrauen der bisherigen Aktionäre in den Fortbestand der Regelung betreffend Loyalitätsdividenden während einer Übergangsfrist gewahrt. Weil die Loyalitätsdividende aber nur beim Aufrechterhalten der Beteiligung ausbezahlt würde, wäre es angemessen, auch die Abgeltung nur unter der Bedingung auszurichten, dass die Beteiligung bis zu den beiden auf die Umstrukturierung folgenden jährlichen Dividendenausschüttungen aufrechterhalten wird. Bei einem ganzen oder teilweisen Verkauf vor einer Dividendenausschüttung würde die Abgeltung entsprechend tiefer ausfallen. Insgesamt erscheint

festgelegt und im Fusionsbericht begründet werden.¹⁴⁵² Will die aus der Fusion hervorgehende Gesellschaft zudem eine Loyalitätsdividende auszahlen, bietet das in dieser Arbeit dargelegte Grundmodell einen Anhaltspunkt für die Umsetzung.

dd) Gemeinschaftliches Eigentum

- 744 Es ist zu prüfen, wie mit der Privilegierung langfristiger Aktionärsbeteiligungen umzugehen ist im Falle einer *Berechtigung mehrerer Personen* an einer Aktie. Es stellt sich insbesondere die Frage, welchen Einfluss die Begründung und die Auflösung gemeinschaftlichen Eigentums auf die für die Berechtigung massgebliche Haltefrist haben.¹⁴⁵³
- 745 Aktien in gemeinschaftlichem Eigentum sind grundsätzlich *gleichermassen berechtigt* zum Bezug von Loyalitätsdividenden wie von Einzelpersonen gehaltene Aktien. Es müssen alle Mit- und Gesamteigentümer ins Aktienbuch eingetragen werden.¹⁴⁵⁴ Die Eigentümer haben zur Geltendmachung ihrer Rechte einen gemeinsamen Vertreter zu ernennen.¹⁴⁵⁵ Sind die gemeinschaftlichen Eigentümer einer Aktie während mindestens zwei Jahren ununterbrochen als Aktionäre im Aktienbuch eingetragen, wird auf die betroffene Aktie eine Loyalitätsdividende ausgerichtet. Eine Übertragung der Aktie führt grundsätzlich zur Unterbrechung der für die Privilegierung massgeblichen Haltefrist.¹⁴⁵⁶
- 746 Die *Begründung oder Aufhebung gemeinschaftlichen Eigentums* führt zu einer Unterbrechung der für die Privilegierung massgeblichen Haltefrist. Bei der Begründung oder Aufhebung gemeinschaftlichen Eigentums ändert sich die Entscheidungsbefugnis betreffend die Veräusserung der Sache. Zur Veräusserung einer Aktie in Miteigentum bedarf es grundsätzlich eines einstimmigen Beschlusses aller Miteigentümer, sofern die Miteigentümer nicht einstimmig eine andere Regelung vereinbart haben.¹⁴⁵⁷ Zur Veräusserung einer Aktie in Gesamteigentum bedarf es

die Ermittlung der Angemessenheit einer Abgeltung für Loyalitätsdividenden schwierig.

¹⁴⁵² Vgl. Art. 13 Abs. 1 lit. f und Art. 14 Abs. 3 lit. d FusG.

¹⁴⁵³ Als gemeinschaftliches Eigentum gelten einerseits Miteigentum (Art. 646 ff. ZGB) und andererseits Gesamteigentum (Art. 652 ff. ZGB).

¹⁴⁵⁴ Der Begriff Eigentum im Wortlaut von Art. 686 Abs. 1 OR umfasst alle Arten von Eigentum gem. Art. 641 ff. ZGB und somit auch die unterschiedlichen Formen gemeinschaftlichen Eigentums. Im Ergebnis auch BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 686, N 3.

¹⁴⁵⁵ Art. 690 Abs. 1 OR.

¹⁴⁵⁶ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 737 ff.

¹⁴⁵⁷ Vgl. Art. 648 Abs. 2 ZGB.

ebenfalls eines einstimmigen Beschlusses der Gesamteigentümer, sofern die Regeln, denen ihre gesetzliche oder vertragsmässige Gemeinschaft untersteht, oder eine Vereinbarung der Gesamteigentümer nichts anderes vorsehen.¹⁴⁵⁸ Bei der Begründung gemeinschaftlichen Eigentums geht diese Veräusserungsbefugnis vom Alleineigentümer auf die Miteigentümerschaft oder die Gesamteigentümerschaft über. Bei der Aufhebung geht sie von den gemeinschaftlichen Eigentümern auf den Alleineigentümer über. Aufgrund dieses Wechsels der Veräusserungsbefugnis wird die massgebliche Haltefrist durch die Begründung oder Aufhebung gemeinschaftlichen Eigentums unterbrochen.¹⁴⁵⁹

ee) Nutzniessung und Pfandrecht an Aktien

Es ist zu prüfen, wie mit der Privilegierung langfristiger Aktionärsbeteiligungen umzugehen ist im Falle einer *Nutzniessung* oder eines *Pfandrechts* an einer Aktie. Dabei stehen die Auswirkungen der Errichtung und der Aufhebung einer Nutzniessung auf die für die Berechtigung massgebliche Haltefrist im Vordergrund. 747

Der *Nutzniesser* von Aktien hat verschiedene Rechte. Er wird neben dem Eigentümer als Nutzniesser ins Aktienbuch eingetragen.¹⁴⁶⁰ Seine Rechte beschränken sich auf den Vermögensertrag. Die Entscheidbefugnis über die Veräusserung der Aktie bleibt beim Aktionär.¹⁴⁶¹ Der Nutzniesser hat insbesondere Anrecht auf die *zivilen Früchte* der Nutzniessungskapitalien, d.h. Zinsen und andere periodische Leistungen.¹⁴⁶² Dazu gehören im Falle einer Aktie die periodischen gesellschaftsrechtlichen Gewinnanteile, wie namentlich die Dividenden an die Aktionäre, Partizipanten und Genussscheininhaber.¹⁴⁶³ Die Loyalitätsdividende ist ein Teil der Dividende und somit der zivilen Früchte der Aktie. Besteht eine Nutzniessung an einer Aktie, deren Eigentümer seit der massgeblichen Frist als Aktionär im Aktienbuch eingetragen ist, müsste dem Nutzniesser somit auch die Loyalitätsdividende zukommen. 748

¹⁴⁵⁸ Vgl. Art. 653 Abs. 1 und 2 ZGB; BSK ZGB II-WICHTERMANN, Art. 653, N 12.

¹⁴⁵⁹ Das gilt entsprechend für den Fall, in dem ein Miteigentümer lediglich seinen Miteigentumsanteil veräussert. Auch dann beginnt die für die Berechtigung zum Bezug einer Loyalitätsdividende massgebliche Haltedauer neu zu laufen, weil die Veräusserungsbefugnis geändert hat.

¹⁴⁶⁰ Art. 686 Abs. 1 OR.

¹⁴⁶¹ Zum Gesagten vgl. BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 690, N 14.

¹⁴⁶² Art. 757 ZGB.

¹⁴⁶³ BSK ZGB II-MÜLLER, Art. 757, N 2.

- 749 Es ist nicht eindeutig, ob der Regelungszweck von Loyalitätsdividenden es gebietet, dass dem Nutzniesser die höhere Dividende zukommt. Der Anreiz der Loyalitätsdividende richtet sich an die Person mit der *Entscheidungsbefugnis über die Veräusserung* der Aktie, d.h. an den Aktionär und nicht an den Nutzniesser.¹⁴⁶⁴ Die Loyalitätsdividende soll den Eigentümer der Aktie dazu bewegen, dass er seine Beteiligung langfristig aufrechterhält. Im Falle einer Nutzniessung kommt der Vorteil aber nicht mehr dem Eigentümer zu. Die Loyalitätsdividende kann somit nicht unmittelbar zu einer langfristigen Aktionärsbeteiligung des betroffenen Aktionärs beitragen. Das spricht eher gegen die Ausrichtung einer Loyalitätsdividende auf Aktien, an denen eine Nutzniessung besteht.¹⁴⁶⁵ Es obliegt aber letztlich dem Aktionär, ob und inwieweit er die höhere Dividende, deren Ausrichtung er mit einer langfristigen Haltedauer ermöglicht, nutzen will. Soweit langfristige Aktionärsbeteiligungen nachhaltige Wertschöpfung ermöglichen, kommt ihm immerhin mittelbar ein Vorteil zu. Ausserdem kann er mit dem Nutzniesser vereinbaren, dass er im Falle der Auszahlung einer Loyalitätsdividende eine Abgeltung erhält. Diesfalls kommt ihm der mit der langfristigen Beteiligung verbundene Vorteil unmittelbar zu. Es besteht somit keine Notwendigkeit, die Auszahlung einer Loyalitätsdividende auf Aktien, an denen eine Nutzniessung besteht, zu verbieten.¹⁴⁶⁶
- 750 Die Errichtung und die Aufhebung eines *Pfandrechts* haben keinen Einfluss auf die Ausrichtung einer Loyalitätsdividende. Mit der Pfanderrichtung erhält der Pfandnehmer ein zu einer Forderung akzessorisches Sicherungsmittel an einer Aktie. Das Recht zum Bezug der Dividenden verbleibt aber grundsätzlich beim Pfandgeber.¹⁴⁶⁷ Es kommt mithin nicht zu einem Wechsel der zum Bezug von

¹⁴⁶⁴ Vgl. vorne Rz. 735.

¹⁴⁶⁵ Die Stellung des langfristig beteiligten Aktionärs ist vergleichbar mit der Stellung eines Grundeigentümers, der auf seinem Grundstück ein Feld bestellt hat, dessen natürliche Früchte ein Nutzniesser erhält. Der Eigentümer hat in diesem Fall einen Anspruch auf eine angemessene Entschädigung für seine Aufwendungen (Art. 756 Abs. 2 ZGB). Auch der langfristig beteiligte Aktionär hat mit seinen Aufwendungen – dem Aufrechterhalten der Beteiligung unter Inkaufnahme potenziellen Wertverlusts – die Voraussetzung für die Auszahlung von mehr (zivilen) Früchten geschaffen. Es rechtfertigt sich zwar keine analoge Anwendung der Bestimmung. Damit der Regelungszweck von Loyalitätsdividenden trotz Nutzniessung gewahrt würde, müsste dem Aktionär ab der massgeblichen Haltefrist aber zumindest ein gewisser Vorteil zukommen.

¹⁴⁶⁶ Ansonsten müsste sich das in einer Statutenbestimmung niederschlagen.

¹⁴⁶⁷ Vgl. Art. 904 Abs. 1 ZGB, gemäss dem – ohne anderslautende Vereinbarung – nur diejenigen Dividenden unter die Pfandhaft fallen, die zum Zeitpunkt der Pfandverwertung fällig sind; BOTSCHAFT BEG 2006, 9370.

Loyalitätsdividenden berechtigten Person. Die Pfanderrichtung hat somit keinen Einfluss auf die Auszahlung einer Loyalitätsdividende.

5. Abhängigkeit vom Recht auf Dividende

Das Recht auf eine Loyalitätsdividende ist abhängig vom Recht auf Dividende 751 (Art. 660 OR).¹⁴⁶⁸ Diese *Akzessorietät* bedeutet, dass kein Recht auf Entrichtung einer Loyalitätsdividende besteht, wenn eine Gesellschaft keine Dividende ausschüttet.¹⁴⁶⁹ Es handelt sich bei der Loyalitätsdividende um einen Anteil an demjenigen Betrag des Bilanzgewinns, der zur Verteilung unter die Aktionäre bestimmt ist.¹⁴⁷⁰ Die Einführung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsaktien ändert lediglich das Verhältnis, in welchem der zur Ausschüttung bestimmte Anteil am Bilanzgewinn verteilt wird.

6. Entstehung und Untergang der Berechtigung

Die Statutenbestimmung sollte auch die Entstehung und den Untergang der Be- 752 rechtigung zu einer Loyalitätsdividende festlegen.

Das Recht auf eine Loyalitätsdividende sollte frühestens nach Abschluss des zwei- 753 ten ganzen Geschäftsjahres nach der Einführung der Statutenbestimmung entstehen. Das gibt den Aktionären die Gelegenheit, den Entscheid, ob sie ihre Beteiligung ganz, teilweise oder nicht aufrechterhalten wollen, unter Berücksichtigung von *zwei ganzen Geschäftsjahren* inklusive Berichterstattung der Gesellschaft dazu zu treffen. Eine kürzere Frist würde der Zielsetzung der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen nicht entsprechen.¹⁴⁷¹

Zur *Vermeidung einer Rückwirkung* sollte die Aktionärsbeteiligung vor dem Statu- 754 tenbeschluss nicht angerechnet werden. Die Aktionäre hätten anderenfalls nicht alle die gleichen Voraussetzungen zur Geltendmachung der Privilegierung. Das bedeutet zugleich, dass die tatsächliche Haltedauer vom Statutenbeschluss zur Ein-

¹⁴⁶⁸ Vgl. Art. 660 OR.

¹⁴⁶⁹ Akzessorietät ist zu verstehen als Abhängigkeit des Nebenrechts von dem zugehörigen Hauptrecht. Es wird z.B. keine Dividende ausgeschüttet, wenn die Generalversammlung beschliesst, einen ausschüttbaren Bilanzgewinn auf neue Rechnung vorzutragen und nicht an die Aktionäre in Form von Dividenden auszuschütten. Vgl. hierzu BGE 99 II 55 E. 3, S. 59; BGE 91 II 298 E. 10, S. 310.

¹⁴⁷⁰ Vgl. Art. 660 Abs. 1 OR.

¹⁴⁷¹ Vgl. vorne Rz. 319 und 623.

führung von Loyalitätsdividenden bis zur Auszahlung der ersten Loyalitätsdividende länger als zwei Jahre ist.¹⁴⁷²

- 755 Die Berechtigung an einer Aktie endet im Grundsatz, sobald deren bisheriger Eigentümer nicht mehr im Aktienbuch eingetragen ist. Die für die Berechtigung zu einer Loyalitätsdividende massgebliche Haltefrist beginnt im Falle einer *Übertragung der Aktie* neu zu laufen. Allfällige Ausnahmen von diesem Grundsatz können ebenfalls in den Statuten geregelt oder durch den Verwaltungsrat in einem Reglement festgeschrieben werden, das den Aktionären zugänglich gemacht wird.¹⁴⁷³

7. Art der Privilegierung

- 756 Auf der Grundlage einer Statutenbestimmung zur Loyalitätsdividende gewährt die Gesellschaft langfristig beteiligten Aktionären einen im Vergleich zu kurzfristig beteiligten Aktionären *höheren Gewinnanteil*. In erster Linie dürfte eine höhere Bardividende infrage kommen, weil sich eine prozentmässige Begünstigung damit am präzisesten realisieren lässt. Es ist nicht ausgeschlossen, eine Loyalitätsdividende in Form einer Naturaldividende auszurichten. Dabei müssten den langfristig beteiligten Aktionären zur Wahrung des Gleichbehandlungsgebots gleichwertige und gleichartige zusätzliche Sachwerte ausgeschüttet werden. Diese müssten werthaltig und leicht verwertbar sein.¹⁴⁷⁴
- 757 Eine Privilegierung könnte auch für *andere Formen der Rückleistung von Gesellschaftsvermögen* an die Aktionäre vorgesehen werden. Denkbar wäre eine Privilegierung im Rahmen der Rückzahlung von Kapitalreserven.¹⁴⁷⁵ Ebenfalls denkbar, aber nicht geeignet zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen in der Zukunft wäre eine Privilegierung langfristiger Aktionäre beim Rückkauf eigener Aktien.¹⁴⁷⁶ Bei einem Aktienrückkauf verliert der Aktionär zumindest teilweise seine Aktien. Ein Aktienrückkauf kann aber grundsätzlich

¹⁴⁷² Ein Aktionär, der dem Beschluss zur Einführung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividende zustimmt und seine Aktien nicht überträgt, würde seine Beteiligung bis zur ersten Auszahlung der Loyalitätsdividende ca. drei Jahre lang gehalten haben.

¹⁴⁷³ Siehe vorne Rz. 739 Fn. 1435.

¹⁴⁷⁴ Zu den Voraussetzungen einer Naturaldividende siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 728 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 N 69 ff.

¹⁴⁷⁵ Vgl. Art. 671 Abs. 2 OR.

¹⁴⁷⁶ Vgl. Art. 659 ff. OR. Eine Privilegierung wäre auf zwei Arten denkbar: Zum einen könnte das Rückkaufsangebot auf langfristig beteiligte Aktionäre beschränkt werden.

nicht gegen den Willen der betroffenen Aktionäre – und somit nicht per Mehrheitsbeschluss – durchgesetzt werden.¹⁴⁷⁷ Zudem schafft er im Unterschied zur Loyalitätsdividende keinen jährlich wiederkehrenden Mehrwert für den langfristig beteiligten Aktionär. Dieser kann sich nicht darauf verlassen, dass die Gesellschaft seine Aktien dereinst zurückkauft. Nicht praktikabel wäre eine Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre bei der Nennwertherabsetzung.¹⁴⁷⁸ Die damit entstehenden unterschiedlichen Nennwerte würden zu zahlreichen Folgeproblemen führen.¹⁴⁷⁹

Eine Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre könnte auch im Rahmen des Rechts auf *Anteil am Liquidationserlös* erfolgen. Es könnte auf langfristig gehaltene Aktien ein entsprechend der Loyalitätsdividende höherer Liquidationsanteil ausbezahlt werden. Die Begünstigung steht unter den Bedingungen, dass die Gesellschaft dereinst aufgelöst und liquidiert wird sowie dass es auch tatsächlich einen Liquidationserlös gibt. Die unklare Wahrscheinlichkeit, dass diese Bedingungen eintreten, lassen indes Zweifel an der Wirksamkeit einer solchen Regelung im Hinblick auf die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen aufkommen. Es ist unklar, inwieweit sich ein Aktionär aufgrund einer solchen Regelung zum Aufrechterhalten seiner Beteiligung bewegen lässt, wenn er den Wert der Begünstigung angesichts der besagten Unklarheiten nicht berechnen kann. 758

Aus dem Gesagten ergibt sich, dass eine *höhere Dividende* und gegebenenfalls eine Privilegierung bei der Rückzahlung von Kapitalreserven das *wirksamste Mittel* zur Förderung und Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre im Rahmen der Rückleistung von Gesellschaftsvermögen sein dürfte. Im Gegensatz zu den anderen Formen wird sie im Grundsatz regelmässig ausbezahlt und bietet den Aktionären deshalb einen langfristigen und jährlich wiederkehrenden Anreiz für das 759

Zum anderen könnte den langfristig beteiligten Aktionären ein höheres Angebot unterbreitet werden als den kurzfristig beteiligten Aktionären.

¹⁴⁷⁷ Es ist insbesondere umstritten, ob ein zwangsweiser Aktienrückkauf aufgrund einer Statutenbestimmung zulässig ist. Vgl. hierzu FORSTMOSER, Aktienrecht, § 16 N 105 ff. m.w.H.

¹⁴⁷⁸ D.h. die Herabsetzung des Nennwerts oder der Nennwerte der einzelnen Aktien, sodass die Summe der Reduktion pro Aktie dem von der Generalversammlung beschlossenen Betrag der Kapitalherabsetzung entspricht (vgl. Art. 653j Abs. 2 OR). Zum Begriff siehe BSK OR II-KÜNG/SCHOCH, Vor Art. 732–735, N 21.

¹⁴⁷⁹ Würden die Nennwerte der langfristig gehaltenen Aktien unterschiedlich herabgesetzt gegenüber denjenigen der kurzfristig gehaltenen Aktien, hätte das z.B. Auswirkungen auf die Stimmkraft.

langfristige Halten der Beteiligung. Sie entspricht mithin der Zielsetzung der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen am besten. Es ist nicht ausgeschlossen, dass eine entsprechende Regelung auch für andere Formen der Rückzahlung von Gesellschaftsvermögen oder im Rahmen einer Liquidation vorgesehen werden kann. Aufgrund der mutmasslich geringeren Eignung solcher Arten der Privilegierung zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen beschränkt sich das in der vorliegenden Arbeit vorgeschlagene Grundmodell aber auf die Auszahlung einer höheren Dividende.¹⁴⁸⁰

8. Mass der Privilegierung

- 760 Die Privilegierung besteht in einer prozentmässig bestimmten höheren Dividendenausschüttung. Das Mass der Privilegierung sollte aus Gründen der *Wirksamkeit* in den Statuten festgeschrieben sein. Nur wenn die Aktionäre wissen, wie viel Prozent höher ihre Dividende ausfällt, wenn sie ihre Beteiligung langfristig halten, kann die Regelung tatsächlich als Anreiz für das Aufrechterhalten der Beteiligung wirken. Die Festsetzung einer angemessenen Begrenzung ist anspruchsvoll. Es bietet sich an, die Privilegierung auf einen tiefen Prozentsatz der ordentlichen Dividende festzulegen. Eine solche Begrenzung verhindert, dass langfristig beteiligte Aktionäre im Vergleich zu kurzfristig beteiligten Aktionären unverhältnismässig stark bevorzugt werden.¹⁴⁸¹ Die Loyalitätsdividende wäre somit stets relativ zur Dividendenausschüttung, deren Höhe in der Regel von Jahr zu Jahr unterschiedlich ist. Eine Festlegung in absoluten Zahlen ist nicht ratsam, weil das Mass der Privilegierung der langfristig beteiligten Aktionäre gegenüber den kurzfristig beteiligten Aktionären dadurch jedes Jahr variiert. Die Privilegierung könnte dadurch – je nach Höhe der ordentlichen Dividende – entweder unverhältnismässig tief oder unverhältnismässig hoch sein.
- 761 Das Mass der Privilegierung muss dem Kriterium der Verhältnismässigkeit genügen.¹⁴⁸² Es ist schwierig, eine angemessene Beschränkung festzulegen.¹⁴⁸³ Es wäre denkbar, das Mass der Privilegierung so festzulegen, dass es stufenweise grösser wird, je länger die betroffene Aktie vom gleichen Aktionär gehalten

¹⁴⁸⁰ Fehlt es an der Eignung, ist die aktienrechtliche Zulässigkeit der Regelung infrage gestellt. Vgl. im Einzelnen hinten Rz. 962 f. und 979 ff.

¹⁴⁸¹ Zum Gesagten und zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 5.

¹⁴⁸² Das ist insbesondere wichtig im Hinblick auf die aktienrechtliche Zulässigkeit der Regelung, siehe hinten Rz. 971 f., 985 ff.

¹⁴⁸³ Zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 5.

wird.¹⁴⁸⁴ Damit die Regelung einfach umzusetzen sowie klar und wirksam ist, erscheint es aber sinnvoller, die Privilegierung auf einen festen Prozentsatz festzulegen. Eine *um 20% höhere Dividende* für langfristig beteiligte Aktionäre erscheint geeignet, langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern und zu begünstigen.¹⁴⁸⁵ In der Praxis bewegt sich das Mass der Privilegierung zwischen 10 und 30%.¹⁴⁸⁶ Ein zu tiefes Mass der Privilegierung könnte die Wirksamkeit der Loyalitätsdividende beeinträchtigen. Ein zu hohes Mass der Privilegierung könnte unverhältnismässig und somit unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten unzulässig sein.¹⁴⁸⁷ Im französischen Recht ist das Privileg zum Beispiel begrenzt auf eine um 10% höhere Dividende. Zudem ist die Privilegierung bei börsenkotierten Gesellschaften pro Aktionär beschränkt auf 0,5% des Aktienkapitals.¹⁴⁸⁸ Diese Einschränkungen des Privilegs im französischen Recht werden teilweise als Grund für die verhältnismässig bescheidene Verbreitung von Loyalitätsdividenden gesehen.¹⁴⁸⁹ Es ist deshalb angemessen, mit einer Privilegierung von 20% der ordentlichen Dividende einen im Vergleich zu ausländischen Rechtsordnungen grösseren Anreiz zu schaffen.

Die Statuten könnten zusätzlich zur Beschränkung der Loyalitätsdividende pro Aktie auch eine *Beschränkung pro Aktionär* vorsehen. Damit kann erreicht werden, dass langfristig beteiligte Grossaktionäre nur bis zu einem gewissen Mass bevorzugt werden. Eine Bestimmung, dass pro Aktionär nur bis zu einem bestimmten Prozentsatz des Aktienkapitals eine Loyalitätsdividende ausbezahlt wird, kann den Einfluss der Privilegierung auf die Liquidität der Titel beschränken. Sollte eine Gesellschaft eine Beeinträchtigung der Liquidität und somit der Qualität der Preisbildung befürchten, ist es empfehlenswert, die Loyalitätsdividende in zweierlei Hinsicht zu beschränken: pro Aktie und pro Aktionär. 762

¹⁴⁸⁴ Z.B. eine 10% höhere Dividende auf zwei Jahre gehaltene Aktien, eine 20% höhere Dividende auf drei Jahre gehaltene Aktien usw.

¹⁴⁸⁵ Vgl. im Einzelnen hinten Rz. 979 ff.

¹⁴⁸⁶ Zum französischen und italienischen Recht vgl. Art. L. 232-14 i.V.m. Art. L. 228-3 C.com./FR und Art. 127-quinquies TUF/IT, die das Mass der Loyalitätsdividende auf 10% beschränken. Zur niederländischen Praxis vgl. Gerechthof Amsterdam, 291/2007, 28.03.2007, in: NJF 2007, 276 ff., 2.6, bezüglich des Beispiels der Gesellschaft Koninklijke DSM N.V.

¹⁴⁸⁷ Siehe im Einzelnen hinten Rz. 985 ff.; zum niederländischen Recht vgl. LENNARTS/KOPPERT-VAN BEEK, 179 f.

¹⁴⁸⁸ Vgl. vorne Rz. 648.

¹⁴⁸⁹ Vgl. BOOTSMA, Financiële prikkels, 33 f.; GUYON, 9 f.

- 763 Die Loyalitätsdividende ist nicht ein komplett neues Rechtsinstitut. Es handelt sich lediglich um eine vom gesetzlichen Grundsatz *abweichende statutarische Regelung* zur Verteilung des Bilanzgewinns.¹⁴⁹⁰ Zur Berechnung des Verteilungsschlüssels sind drei Grössen massgebend: der Gesamtbetrag des zur Ausschüttung bestimmten Anteils am Bilanzgewinn (a), die Anzahl Aktien, die nicht zum Bezug einer Loyalitätsdividende berechtigt sind (y), und die Anzahl Aktien, die zum Bezug einer Loyalitätsdividende berechtigt sind (z). Mithilfe der folgenden Formel lassen sich der Betrag der ordentlichen Dividende (x) und daraus abgeleitet der Loyalitätsdividende, jeweils brutto,¹⁴⁹¹ berechnen:¹⁴⁹²

$$x = \frac{a}{y + 1,2z}$$

- 764 Das Mass der Privilegierung kann den Aktionären somit provisorisch im Rahmen der Geschäftsberichterstattung mitgeteilt werden. Durch die Festsetzung des Masses der Privilegierung in Form eines Prozentsatzes der ordentlichen Dividende ist die *Vorhersehbarkeit* gewährleistet. Definitiv kann die Gesellschaft erst am Stichtag der Dividendenausschüttung sagen, wie viele Aktionäre tatsächlich privilegiert sind. Am Gesamtbetrag der Ausschüttung ändert dieser Umstand aber nichts.

II. Materielle Gültigkeit

- 765 Nachdem die Grundzüge eines möglichen Modells zur Umsetzung von Loyalitätsdividenden im schweizerischen Recht umschrieben wurden, wird in einem nächsten Schritt die materielle Gültigkeit einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden geprüft. Die materielle Gültigkeit beurteilt sich nach dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht (A.). Sie betrifft im Wesentlichen die Frage des Zustandekommens (B.) sowie des Geltungsbereichs der Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden in subjektiver Hinsicht (C.), in objektiver Hinsicht (D.) und in zeitlicher Hinsicht (E.).

¹⁴⁹⁰ Zum Grundsatz siehe Art. 660 f. OR.

¹⁴⁹¹ Von der Bruttodividende und der Bruttoloyalitätsdividende ist jeweils die Verrechnungssteuer im Umfang von 35% in Abzug zu bringen (vgl. Art. 13 Abs. 1 lit. a VStG).

¹⁴⁹² Zur Berechnung im italienischen Recht vgl. STELLA RICHTER, problemi, 96 f.; STELLA RICHTER, considerazioni, 65 f.

A. Anwendbares Recht

Liegt ein *internationaler Sachverhalt* vor, ist das darauf anwendbare Recht nach 766
 Massgabe der Regeln des internationalen Privatrechts (IPR) zu bestimmen. Ein im
 Sinne des IPR relevanter Sachverhalt liegt bei einer Aktiengesellschaft namentlich
 dann vor, wenn mindestens eines der folgenden Sachverhaltsmerkmale einen
 grenzüberschreitenden Bezug aufweist: der Sitz der Gesellschaft, der Inkorpora-
 tionsort, der Wohnsitz der Aktionäre oder der Organe sowie der Ort der tatsäch-
 lichen Verwaltung der Gesellschaft.¹⁴⁹³ Weist eines dieser Anknüpfungsmerkmale
 einen internationalen Bezug auf, sind die internationale Zuständigkeit und das an-
 wendbare Recht zu bestimmen.

Es wird für die Zwecke der vorliegenden Untersuchung davon ausgegangen, dass 767
 die *internationale Zuständigkeit* zur Beurteilung der Rechtsfragen im Zusammen-
 hang mit der Einführung von Loyalitätsdividenden bei einem schweizerischen Ger-
 richt liegt.¹⁴⁹⁴ Im Falle der Zuständigkeit schweizerischer Gerichte liegt die ört-
 liche Zuständigkeit beim ordentlichen Gericht oder beim Handelsgericht am Sitz
 der Gesellschaft.¹⁴⁹⁵

In der vorliegenden Untersuchung geht es um das anwendbare Recht in Bezug 768
 auf das Zustandekommen, den Geltungsbereich und die Zulässigkeit einer
 Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden in den Statuten schweize-
 rischer Aktiengesellschaften. Im internationalen Verhältnis untersteht die Gesell-
 schaft entsprechend der Inkorporationstheorie im Grundsatz dem *Gesellschafts-*

¹⁴⁹³ Zum Gesagten siehe SCHNYDER/LIATOWITSCH, N 1 ff.; STAEHELIN/STAEHELIN/
 GROLIMUND, § 4 N 1 ff.

¹⁴⁹⁴ Ein schweizerisches Gericht wäre z.B. zuständig für die Beurteilung einer Klage auf
 Anfechtung eines Generalversammlungsbeschlusses betr. Einführung von Loyalitäts-
 dividenden gem. Art. 706 f. OR oder auf Feststellung der Nichtigkeit eines entspre-
 chenden Beschlusses gem. Art. 706b OR (vgl. Art. 1 Abs. 2 IPRG i.V.m. Art. 22 Ziff. 2
 LugÜ bzw. Art. 151 Abs. 2 IPRG). Ein Schiedsgericht mit Sitz in der Schweiz wäre
 zuständig, sofern die Statuten eine Schiedsklausel enthalten. Eingehend zur Zulässig-
 keit statutarischer Schiedsklauseln de lege lata MEIER, N 79 ff. Zur Rechtslage unter
 neuem Recht siehe Art. 697n OR, Art. 178 Abs. 4 IPRG; grundlegend zu statutaris-
 chen Schiedsklauseln VOGT/HIRSIGER-MEIER/HOFER, N 33 ff.

¹⁴⁹⁵ Art. 6, Art. 10 Abs. 1 lit. b ZPO. Das Gericht am Sitz der Gesellschaft ist örtlich zu-
 ständig für Klagen gegen die Gesellschaft. Es wird davon ausgegangen, dass ein Ge-
 richt sich im Rahmen einer Anfechtungsklage gem. Art. 706 f. OR oder im Rahmen
 einer Nichtigkeitsklage gem. Art. 706b OR mit einer Statutenklausel betr. Loyalitäts-
 dividenden befassen würde.

statut.¹⁴⁹⁶ Das auf die Gesellschaft anwendbare Recht erstreckt sich namentlich auf die internen Beziehungen einer Gesellschaft einschliesslich derjenigen zwischen der Gesellschaft und ihren Mitgliedern.¹⁴⁹⁷ Hierzu gehört unter anderem der Umfang von Vermögensrechten.¹⁴⁹⁸ Bei Statutenklauseln betreffend Loyalitätsdividenden geht es um den Umfang von Vermögensrechten.¹⁴⁹⁹ Die Gültigkeit solcher Klauseln und die Voraussetzungen der Anfechtung eines entsprechenden Generalversammlungsbeschlusses unterstehen somit dem Recht des Staates, nach dessen Vorschriften die Gesellschaft organisiert ist. Geht es – wie bei der vorliegenden Untersuchung – um Loyalitätsdividenden in den Statuten schweizerischer Aktiengesellschaften, ist schweizerisches Recht anwendbar.

- 769 Im Rahmen von Statutenklauseln betreffend Loyalitätsaktien ist eine *Rechtswahl* konzeptionell ausgeschlossen. Im Gesellschaftsrecht gibt es – zumindest für handelsregisterrechtlich eintragungspflichtige Gesellschaften – weder im Innen- noch im Aussenverhältnis eine Rechtswahlmöglichkeit.¹⁵⁰⁰
- 770 Zusammengefasst ergibt sich daraus, dass für die Gültigkeit einer Statutenklausel betreffend Loyalitätsdividenden einzig das *Gesellschaftsstatut* massgebend ist. Im Falle einer entsprechenden Klausel in den Statuten einer schweizerischen Aktiengesellschaft beurteilt sich deren Gültigkeit folglich nach schweizerischem Recht. Die Untersuchung beschränkt sich deshalb auf die Prüfung der Zulässigkeit von Statutenklauseln betreffend Loyalitätsdividenden nach schweizerischem Recht.

¹⁴⁹⁶ Art. 154 Abs. 1 IPRG. Zur Inkorporationstheorie siehe BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 154, N 1 ff.

¹⁴⁹⁷ Art. 154 Abs. 1 i.V.m. Art. 155 lit. f IPRG.

¹⁴⁹⁸ ZK-VISCHER/WEIBEL, Art. 155 IPRG, N 24; vgl. CR LDIP-GUILLAUME, Art. 155, N 23.

¹⁴⁹⁹ Zum Bezugsrecht als gemischtes Recht mit mitverwaltungsrechtlicher vermögensrechtlicher Komponente siehe ZINDEL, 72 ff.

¹⁵⁰⁰ Zur entsprechenden – wohl herrschenden – Lehre vgl. BRAUCHLI ROHRER/HÜNERWADEL, 158; BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 150, N 20; HABEGGER, § 20 N 6; HUBER, Joint-Venture, 126 ff.; SCHÖNBÄCHLER, 431 f.; SCHWANDER, 69; VISCHER/HUBER/OSER, N 1315; ZK-VISCHER/WEIBEL, 150, N 26 ff. A.M., d.h. für die Zulässigkeit einer Rechtswahl im Innenverhältnis, aus dem deutschen Schrifttum GRASMANN, N 625, 977 ff.; bzgl. Aussenverhältnis STAEHELIN, Aktiengesellschaft, 61.

B. Zustandekommen von Statutenklauseln betreffend Loyalitätsdividenden

1. Loyalitätsdividenden als möglicher Statuteninhalt

Zunächst muss untersucht werden, ob Loyalitätsdividenden überhaupt als *zulässiger Statuteninhalt* infrage kommen. Aus den gesetzlichen Vorgaben lassen sich diesbezüglich keine materiellen Erkenntnisse zur Ausgestaltung der Statuten ableiten.¹⁵⁰¹ Ob Loyalitätsdividenden ein zulässiger Inhalt von Gesellschaftsstatuten sind, muss deshalb anhand des Zwecks der Statuten bestimmt werden. 771

a) Gesetzliche Schranken

Das Gesetz enthält bestimmte Vorgaben in Bezug auf den möglichen Inhalt von Statuten in formeller Hinsicht und in materieller Hinsicht. In formeller Hinsicht schreibt das Gesetz den *Mindestinhalt* vor, den die Statuten einer Aktiengesellschaft zwingend enthalten müssen.¹⁵⁰² Es wird vorausgesetzt, dass sich die Statuten zu den besagten Fragen äussern, nicht hingegen, mit welchem genauen Inhalt sie sich dazu äussern.¹⁵⁰³ Daneben umschreibt das Gesetz weitere Bestimmungen, die zu ihrer Verbindlichkeit der Aufnahme in die Statuten bedürfen.¹⁵⁰⁴ In materieller Hinsicht sieht das Gesetz einige zwingende Schranken vor, die bei der Ausgestaltung von Statuten zu beachten sind. Dazu gehören die Grundstruktur der juristischen Person, der Eigenkapitalschutz, die unentziehbaren Aktionärsrechte und der Minderheitenschutz sowie das Rechnungslegungs- und Revisionsrecht.¹⁵⁰⁵ Abgesehen von diesen Schranken haben Aktiengesellschaften bei der Organisation ihrer internen Beziehungen eine weitgehende Gestaltungsfreiheit.¹⁵⁰⁶ 772

¹⁵⁰¹ Es gibt einige zwingende Vorgaben bezüglich des Gläubiger- und Kapitalschutzes und bezüglich des Minderheitenschutzes. Abgesehen davon geniessen Gesellschaften eine weitgehende Freiheit bei der Ausgestaltung ihrer internen Angelegenheiten. Vgl. hierzu etwa BÖCKLI, Aktienrechtsrevision, 9; BÜHLER, Zwingendes Aktienrecht, 543 ff.; differenziert DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 7 N 62.

¹⁵⁰² Art. 626 OR zählt namentlich den Zweck der Gesellschaft sowie Anzahl, Nennwert und Art der Aktien als zwingenden Statuteninhalt auf; FORSTMOSER, Organisation, § 14 N 3.

¹⁵⁰³ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 8 N 4 und 7.

¹⁵⁰⁴ Art. 627 f. aOR; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 8 N 5 und 64 ff. Diese Bestimmungen wurden mit Inkrafttreten des neuen Aktienrechts per 1. Januar 2023 allerdings aufgehoben.

¹⁵⁰⁵ Zum Gesagten vgl. BÖCKLI, Aktienrechtsrevision, 9; BÜHLER, Zwingendes Aktienrecht, 543 ff.

¹⁵⁰⁶ BARTLOMÉ, 9 f.; BÖCKLI, Aktienrechtsrevision, 9; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 8 N 2; VON BÜREN/BÜRGI, 7; KUNZ, Statuten, 57; vgl. WOHLMANN, Treue-

b) Loyalitätsdividenden als Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses

- 773 Aus den gesetzlichen Vorgaben lassen sich keine Erkenntnisse zum Inhalt der Statuten herleiten. Anhaltspunkte dazu und somit zur Frage, ob Loyalitätsdividenden einen zulässigen Regelungsinhalt von Statuten darstellen, müssen deshalb aus den Statuten selbst, namentlich aus ihrem Sinn und Zweck, hergeleitet werden.¹⁵⁰⁷
- 774 Die Statuten dienen der rechtlichen Organisation der Aktiengesellschaft und der *Regelung aller körperschaftlichen Rechtsverhältnisse*, einschliesslich der Rechte und Pflichten der beteiligten Personen.¹⁵⁰⁸ Es ist zu unterscheiden zwischen drei Rechtsverhältnissen: dem alle Mitglieder betreffenden Gesamtverhältnis, den einzelnen Mitgliedschaftsverhältnissen und den organschaftlichen Verhältnissen.¹⁵⁰⁹ Diese Rechtsverhältnisse bilden gemeinsam die «gesellschaftsrechtliche Sozialsphäre».¹⁵¹⁰ Sie sind abzugrenzen von den allfälligen vertraglichen Verhältnissen der Mitglieder untereinander.¹⁵¹¹
- 775 In subjektiver Hinsicht beziehen sich Statutenbestimmungen auf die *gesellschaftsrechtliche Sozialsphäre* der Gesellschaft. Die Wirkung der Statuten ist auf das Innenverhältnis der Gesellschaft beschränkt.¹⁵¹² Sie erstreckt sich mithin auf die Gesellschaft selbst, die Organe, Aktionäre, Partizipanten und Genussscheininhaber.¹⁵¹³ Möglicher Inhalt von Statuten sind Regelungen, welche sich auf das gesellschaftsrechtliche Innenverhältnis beziehen.¹⁵¹⁴ Die Normsetzungsbefugnis der Aktiengesellschaft ist somit in subjektiver Hinsicht beschränkt auf die gesellschaftsrechtliche Sozialsphäre.¹⁵¹⁵ Die Statuten entfalten grundsätzlich keine Wirkung gegenüber Dritten ausserhalb der körperschaftlichen Rechtsverhältnisse der Gesellschaft.¹⁵¹⁶ In subjektivi-

pflicht, 85; differenziert DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 7 N 62. Zur Gestaltungsfreiheit, insb. im Vergleich zum ausländischen Recht, siehe vorne Rz. 281 ff.

¹⁵⁰⁷ Zum Gesagten siehe MEIER, N 91.

¹⁵⁰⁸ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 7 N 6; FREY, 5 f.

¹⁵⁰⁹ FREY, 36; vgl. LEHNER, 203.

¹⁵¹⁰ Zum Begriff der «gesellschaftsrechtlichen Sozialsphäre» siehe bereits JÄGGI, 68. Er grenzte in Bezug auf die Zulässigkeit statutarischer Vorkaufrechte die «aktienrechtliche Sozialsphäre» von der «schuldrechtlichen Individualsphäre» ab.

¹⁵¹¹ Zum Gesagten siehe FREY, 37; vgl. KLÄY, 471.

¹⁵¹² Zum Gesagten siehe KLÄY, 472; vgl. FREY, 5 f., 47.

¹⁵¹³ Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 7 N 6.

¹⁵¹⁴ KGer GR, Urteil vom 19.03.2001, in: PKG 2001, 21 ff., 27, E. 4b;

¹⁵¹⁵ HERREN, 82; KLÄY, 472; SANWALD, Austritt, 193.

¹⁵¹⁶ Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 7 N 9; HERREN, 82, 90; JÄGGI, 68; KLÄY, 472; VOGT/SCHÖNBÄCHLER, 255. Eine Ausnahme besteht für die Gläubiger in Bezug auf die Erhaltung des Haftungssubstrats. Bei einer Kapitalherabsetzung wird

ver Hinsicht sind somit alle aktuellen und künftigen Aktionäre von einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden betroffen. Es ist möglich, die körperschaftlichen Vermögensrechte der Aktionäre und damit das Recht auf Dividende mit Wirkung gegenüber allen Personen innerhalb der aktienrechtlichen Sozialsphäre im Rahmen der Statuten zu regeln.

In objektiver Hinsicht ist der Inhalt von Statutenbestimmungen begrenzt auf *gesellschaftsrechtliche Angelegenheiten*.¹⁵¹⁷ Die Statuten regeln somit nicht die (vertraglichen) Rechtsbeziehungen der Aktionäre untereinander.¹⁵¹⁸ Beschliesst die Generalversammlung die Aufnahme von Bestimmungen vertraglicher Natur in die Statuten, werden sie formell Teil der Statuten, bleiben jedoch materiell rein vertragliche Absprachen.¹⁵¹⁹ Man spricht in diesem Fall von unechten Statutenbestimmungen im Gegensatz zu echten Statutenbestimmungen, die sich auf gesellschaftsrechtliche Belange beziehen.¹⁵²⁰ Nach dem Gesagten stellt eine Regelung betreffend Loyalitätsdividenden einen möglichen Statuteninhalt dar. Loyalitätsdividenden sehen eine Änderung der gesetzlichen Berechnungsart des Gewinnanteils der Aktionäre entsprechend dem Kapitalanteil vor. Es geht dabei um das körperschaftliche Recht auf Dividende und somit um eine Gestaltung der körperschaftlichen Mitgliedschaftsverhältnisse aller Aktionäre. In objektiver Hinsicht geht es demnach um eine gesellschaftsrechtliche Angelegenheit.

2. Erforderlichkeit einer statutarischen Grundlage

Die Einführung einer Regelung betreffend Loyalitätsdividenden muss im Rahmen einer Statutenklausel festgehalten werden. Die Notwendigkeit einer Statutenbestimmung ergibt sich aus dem Gesetzeswortlaut. Jeder Aktionär hat Anrecht auf einen verhältnismässigen Anteil am Bilanzgewinn.¹⁵²¹ Der *verhältnismässige Anteil* richtet sich nach dem nominellen einbezahlten Aktienkapital.¹⁵²² Eine Ausnahme von diesem Grundsatz bedarf nach grammatikalischer Auslegung des Ge-

nach neuem Recht jedoch vorausgesetzt, dass die Gläubiger ihre Forderungen nach öffentlicher Bekanntmachung geltend machen (vgl. Art. 753k OR).

¹⁵¹⁷ FREY, 60 f.; HERREN, 88; KLÄY, 472.

¹⁵¹⁸ BARTLOMÉ, 7; HERREN, 82; JÄGGI, 68; KLÄY, 471; WEBER, Statutengestaltung, 84; vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 2 N 34, § 39 N 143.

¹⁵¹⁹ FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 133; FREY, 31, 62; KLÄY, 471.

¹⁵²⁰ SANWALD, Austritt, 193; vgl. FREY, 61 f.

¹⁵²¹ Art. 660 Abs. 1 OR.

¹⁵²² Art. 661 OR; BSK OR II-NEUHAUS/BALKANYI, Art. 661, N 2; BSK OR II-NEUHAUS/BALKANYI, Art. 660, N 12.

setzes einer statutarischen Grundlage.¹⁵²³ Ein blosser Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss würde demnach nicht genügen.¹⁵²⁴ Die Ausrichtung einer Loyalitätsdividende würde langfristig beteiligte Aktionäre – ungeachtet ihres Kapitalanteils – gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären bevorzugen. Eine solche Regelung muss in Form einer Statutenklausel eingeführt werden.

3. Erforderlichkeit einer separaten Aktienkategorie?

a) Ausgangslage

778 Es ist umstritten, ob den Aktionären innerhalb derselben Aktienkategorie mittels Statutenbestimmung auf der Grundlage von Art. 661 OR unterschiedlich hohe Dividenden ausgerichtet werden dürfen. Eine vermögensmässige Privilegierung mittels Anwendung zusätzlicher Differenzierungskriterien ist nicht ausgeschlossen.¹⁵²⁵ Das Gesetz sieht jedenfalls vor, dass Aktien mit unterschiedlichen vermögensmässigen Rechten in Form von *Vorzugsaktien* ausgegeben werden dürfen.¹⁵²⁶ In der Lehre wird mehrheitlich die Auffassung vertreten, dass Sonderrechte auf eine höhere Dividende überhaupt nur im Rahmen der Schaffung einer separaten Aktienkategorie begründet werden dürfen.¹⁵²⁷ Die Frage wurde in der Schweiz noch nicht gerichtlich beurteilt.¹⁵²⁸ Die umstrittene Frage, ob zur Auszahlung einer unterschiedlich hohen Dividende die Schaffung einer separaten Aktienkategorie

¹⁵²³ Siehe Art. 661 OR: «Die Anteile am Gewinn und am Liquidationsergebnis sind, *sofern die Statuten nicht etwas anderes vorsehen*, im Verhältnis der auf das Aktienkapital einbezahlten Beträge zu berechnen», «*Sauf disposition contraire des statuts [..]*», «*Salvo diversa disposizione dello statuto [..]*» [Hervorhebungen hinzugefügt].

¹⁵²⁴ Siehe auch BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 666. Die Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns, insbesondere die Festsetzung der Dividende, gehört zu den unübertragbaren Befugnissen der Generalversammlung (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 4 OR). Ein entsprechender Beschluss läge nicht in der Kompetenz des Verwaltungsrats.

¹⁵²⁵ Vgl. HUGUENIN JACOBS, 79.

¹⁵²⁶ Art. 656 Abs. 2 OR. Zur Abgrenzung zwischen Vorzugsaktien und Loyalitätsaktien siehe vorne Rz. 628.

¹⁵²⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 665 ff.; ZK-BÜRGI, Art. 660/661 OR, N 30; GUHL et al., § 67 N 38; differenziert DAENIKER, Loyalitätsaktien, 163, der mit Verweis auf Art. 45 HRegV anmerkt, dass die Privilegierung einzelner Aktionäre denn auch keine im Handelsregister eintragungsfähige Tatsache sei; a.M. FORSTMOSER, CSR, 179.

¹⁵²⁸ Das Bundesgericht scheint die statutarischen Ausnahmen gem. Art. 661 OR aber auch eher auf Vorzugsrechte für unterschiedliche Kategorien von Aktien begrenzt zu sehen (vgl. BGer 4A_102/2015, Urteil vom 04.09.2015, E. 3.3).

erforderlich ist oder ob eine statutarische Grundlage genügt, muss deshalb mittels Auslegung erörtert werden.

b) Grammatikalische Auslegung

Der *Gesetzeswortlaut* von Art. 661 OR schliesst die Besserstellung einzelner Aktionäre innerhalb derselben Kategorie in Bezug auf die Dividende nicht aus. Eine Ausnahme vom gesetzlichen Grundsatz der Verteilung des Bilanzgewinns entsprechend dem einbezahlten Aktienkapital (Grundsatz der Kapitalproportionalität) setzt nach grammatikalischer Auslegung nicht die Schaffung von Vorzugsaktien voraus.¹⁵²⁹ Insbesondere enthält Art. 661 OR keinen Verweis auf die Bestimmungen betreffend Vorzugsaktien.¹⁵³⁰ Demnach steht Art. 661 OR dem Wortlaut zufolge der Schaffung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden ohne gleichzeitige Schaffung von Vorzugsaktien nicht entgegen.

Die Lesart des Gesetzes, wonach Art. 661 OR einer Statutenbestimmung zur Ausrichtung unterschiedlich hoher Dividenden innerhalb derselben Aktienkategorie nicht entgegensteht, wird bestätigt bei einer *Rechtsvergleichung mit dem niederländischen Recht*. Das niederländische Aktienrecht enthält eine mit der schweizerischen Bestimmung zur Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils praktisch identische Regelung.¹⁵³¹ Das oberste Gericht der Niederlande ist der Auffassung, das Gesetz erfordere gemäss dem Wortlaut zur Einführung von Loyalitätsdividenden lediglich eine statutarische Grundlage und nicht die Schaffung einer separaten

¹⁵²⁹ Zum Gesagten siehe auch FORSTMOSER, CSR, 179; dies einräumend DAENIKER, Loyalitätsaktien, 163. Zum Wortlaut von Art. 661 OR siehe vorne Fn. 1378.

¹⁵³⁰ Vgl. demgegenüber den Vorbehalt in Art. 661 Abs. 3 OR, der sich auf die in den Statuten enthaltenen Vorrechte für einzelne Kategorien von Aktien bezieht.

¹⁵³¹ Vgl. Art. 2:105 Abs. 6 BW/NE: «Bij de berekening van het winstbedrag, dat op ieder aandeel zal worden uitgekeerd, komt slechts het bedrag van de verplichte stortingen op het nominale bedrag van de aandelen in aanmerking, tenzij bij de statuten anders is bepaald»; dt. «Bei der Berechnung des Gewinnbetrags, der auf jede Aktie auszuschiütten ist, wird nur der Betrag der obligatorischen Zahlungen auf den Nennbetrag der Aktien berücksichtigt, sofern die Statuten nichts anderes vorsehen». Die Bestimmung ist zu lesen i.V.m. Art. 2:92 Abs. 1 BW/NE: «Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, zijn aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen verbonden»; dt. «Soweit die Statuten nichts anderes festlegen, sind mit allen Aktien im Verhältnis zu ihrem Nennwert die gleichen Rechte und Pflichten verbunden» (vgl. DAENIKER, Loyalitätsaktien, 156, Fn. 56). Der Wortlaut in Bezug auf die Abweichung vom Prinzip der Kapitalproportionalität ist identisch mit Art. 661 OR. Es wird einzig eine Grundlage in den Statuten vorausgesetzt. Ferner Art. 2:105 Abs. 1 BW/NE, der Ähnlichkeit mit Art. 660 Abs. 1 OR aufweist.

Aktienkategorie.¹⁵³² Die Lehre stützt die wörtliche Auslegung des Gesetzes in fast einhelliger Auffassung und erachtet eine Ungleichbehandlung von Aktionären der gleichen Kategorie aufgrund einer Statutenbestimmung für zulässig – vorausgesetzt, die Ungleichbehandlung ist gerechtfertigt.¹⁵³³ Die Frage, ob die Einführung von Loyalitätsdividenden das Gleichbehandlungsgebot verletzt, wurde bislang auch in den Niederlanden nicht gerichtlich entschieden und ist in der Lehre umstritten.¹⁵³⁴

- 781 Der grammatikalischen Auslegung von Art. 661 OR zufolge erfordert die Einführung von Loyalitätsdividenden *keine Schaffung einer separaten Aktienkategorie*. Es genügt der Beschluss zur Einführung einer entsprechenden Statutenbestimmung.

c) Systematische Auslegung

- 782 Die systematische Auslegung von Art. 661 OR legt den Schluss nahe, dass eine vom Prinzip der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils nicht zwingend der Schaffung einer separaten Aktienkategorie bedarf.
- 783 Art. 661 OR beschreibt die Berechnungsart des Rechts auf Gewinn- und Liquidationsanteil.¹⁵³⁵ Die Bestimmung konkretisiert m.a.W. das *Recht auf Gewinn- und Liquidationsanteil*, das im Grundsatz im ihr vorgestellten Art. 660 OR beschrieben wird. Dieses vermögensmässige Recht ist das erstgenannte im zweiten Abschnitt des 26. Titels des Obligationenrechts, der die Rechte und Pflichten der Aktionäre

¹⁵³² Hoge Raad der Nederlanden 07/11510 (CW 2516), Urteil vom 14.12.2007, E. 3.3 unter Bezugnahme auf Art. 2:92 Abs. 1 i.V.m. Art. 2:105 Abs. 6 BW/NE; a.M. noch die Vorinstanz: Gerechtshof Amsterdam 291/2007 OK, Urteil vom 28.03.2007, E. 3.12. Dem Entscheid lag der folgende Sachverhalt zugrunde: Die börsenkotierte Gesellschaft Koninklijke DSM N.V. wollte eine Statutenbestimmung einführen, gemäss der auf Aktien, die ununterbrochen während dreier Jahre vom gleichen Eigentümer gehalten werden, eine einmalige um 30% höhere Dividende ausgeschüttet worden wäre (berechnet auf der Grundlage der durchschnittlichen jährlichen Dividende in diesen drei Jahren) und für jedes darauffolgende Geschäftsjahr eine um 10% höhere Dividende. Für eine grafische Darstellung des Sachverhalts siehe BOOTSMA, *Financiële prikkels*, 51.

¹⁵³³ MAEIJER, E. 2 f.; TIMMERMAN, E. 3.26 ff.; DORTMOND/JITTA, E. 4; VAN OLFFEN, 781; skeptisch BIER, *Loyal*, 65; a.M. BIER, *Uitkeringen*, 141.

¹⁵³⁴ Zur Meinung, dass eine Ungleichbehandlung aufgrund der Einführung von Loyalitätsdividenden gerechtfertigt werden kann: DELVOIE/CLOTTENS, 21 f.; LENNARTS/KOPPERT-VAN BEEK, 175; TIMMERMAN, E. 3.1 ff., insb. 3.62. A.M. DOORMAN, 150 ff.

¹⁵³⁵ Siehe die Marginalie zu Art. 661 OR.

enthält. Art. 660 OR hält im Grundsatz fest, dass jeder Aktionär Anrecht auf einen verhältnismässigen Anteil am Bilanzgewinn hat.¹⁵³⁶ Eine Ausnahme stellen *statutarische Vorzugsrechte für einzelne Kategorien* von Aktien dar, die in den Statuten festgesetzt werden.¹⁵³⁷ In diesem Falle bemisst sich die Verteilung der Dividende nach der entsprechenden Statutenbestimmung.¹⁵³⁸

Die systematische Einordnung von Art. 661 OR lässt eher darauf schliessen, dass eine vom Prinzip der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils nicht zwingend der Schaffung einer separaten Aktienkategorie bedarf. Die Bestimmungen stehen in einem *Spezialitätsverhältnis* zueinander.¹⁵³⁹ Art. 660 Abs. 3 OR stellt klar, dass einer bestimmten Kategorie von Aktien ein Vorrecht in Bezug auf die Dividende eingeräumt werden darf. Art. 661 OR eröffnet darüber hinaus die Möglichkeit einer Privilegierung in Bezug auf die Dividende innerhalb einer Aktienkategorie – seien es Stammaktien oder Vorzugsaktien. Die Norm ist im Gegensatz zu Art. 660 Abs. 3 OR gerade nicht beschränkt auf die in den Statuten für einzelne Kategorien vorgesehenen Privilegien. Man könnte zwar auch annehmen, dass der Vorbehalt einer statutarischen Regel in Art. 661 OR sich an der ihr vorgestellten Bestimmung orientiert und somit insbesondere durch die Gesetzesbestimmungen betreffend Vorzugsaktien in Bahnen gelenkt ist.¹⁵⁴⁰ Enthielte Art. 661 OR lediglich eine Wiederholung des materiellen Gehalts von Art. 660 Abs. 3 OR, wäre die Bestimmung aber hinfällig. Art. 661 OR hält demnach fest, dass auch innerhalb einer Aktienkategorie – seien es Stamm- oder Vorzugsaktien – eine von der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils erfolgen kann, sofern es in den Statuten so bestimmt ist. 784

Auch die Bestimmungen zum Recht der Aktionäre auf einen *Anteil am Liquidationsergebnis* legen den Schluss nahe, dass statutarische Spezialregelungen betreffend die Berechnung neben den Vorrechten einzelner Aktienkategorien bestehen können. Die Bestimmungen im fünften Abschnitt des 26. Titels des Obligationenrechts zur Auflösung der Gesellschaft sehen vor, dass das Vermögen der aufgelösten Gesellschaft nach Tilgung der Schulden im Verhältnis der einbezahlten Beträge an die Aktionäre verteilt wird. Die Verteilung erfolgt verhältnismässig unter Vor- 785

¹⁵³⁶ Art. 660 Abs. 1 OR.

¹⁵³⁷ Art. 660 Abs. 3 OR.

¹⁵³⁸ BSK OR II-NEUHAUS/BALKANYI, Art. 660, N 21, die präzisieren, dass es um Vorzugsrechte gem. Art. 654 oder 656 OR gehe.

¹⁵³⁹ Das verdeutlichen die Marginalien zu Art. 660 OR (I. Im Allgemeinen) und Art. 661 OR (II. Berechnungsart). Zum Spezialitätsverhältnis im Allgemeinen siehe KRAMER, Methodenlehre, 126.

¹⁵⁴⁰ Vgl. z.B. die entsprechende Auffassung von BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 666.

behalt anderslautender Regelungen in den Statuten und unter Berücksichtigung der Vorrechte einzelner Aktienkategorien.¹⁵⁴¹ Diese Regelung bringt zum Ausdruck, dass der Gesetzgeber die Gestaltungsfreiheit der Gesellschaft, eine von der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung der Gewinn- und Liquidationsanteile vorzunehmen, nicht auf Vorzugsaktien beschränkt. Vielmehr genügt eine statutarische Grundlage für die Schaffung eines Vorrechts auf die Dividende und den Liquidationsanteil. Das bestätigt die vorgängige These, wonach Art. 661 OR in einem Spezialitätsverhältnis zu Art. 660 OR und insb. dessen Abs. 3 steht.

- 786 Die systematische Auslegung von Art. 661 OR bringt kein eindeutiges Ergebnis. Sie legt meines Erachtens aber eher den Schluss nahe, dass zur Einführung von Loyalitätsdividenden *keine separate Aktienkategorie erforderlich* ist und eine entsprechende Statutenbestimmung genügt.

d) Historische Auslegung

- 787 Auch die historische Auslegung von Art. 661 OR bestätigt die Auffassung, dass eine vom Prinzip der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils nicht zwingend der Schaffung einer separaten Aktienkategorie bedarf.
- 788 Es ergibt sich aus den *Materialien*, dass für die Abweichung von der verhältnismässigen Berechnung der Dividende eine Statutenklausel genügt. Es lässt sich bereits aus der Botschaft zur Revision des Obligationenrechts im Jahre 1928 nicht ableiten, dass die Abweichung von der verhältnismässigen Berechnung der Dividende nur im Rahmen einer neuen Aktienkategorie zulässig ist.¹⁵⁴² Der Bundesrat grenzte die besagte Abweichung durch eine blosser Statutenbestimmung von der Möglichkeit der Privilegierung durch die Einführung von Vorzugsaktien ab.¹⁵⁴³ Auch in der parlamentarischen Beratung war nicht die Rede von einer Beschränkung auf die in den Statuten für einzelne Kategorien von Aktien festgesetzten Vorrechte.¹⁵⁴⁴

¹⁵⁴¹ Zum Gesagten siehe Art. 745 Abs. 1 OR.

¹⁵⁴² Damals war die entsprechende Bestimmung in Art. 662 aOR enthalten.

¹⁵⁴³ Vgl. BOTSCHAFT OR 1928, 236: «Die Anteile sind im Verhältnis der einbezahlten Beiträge zu berechnen, vorbehältlich anderweitiger Bestimmungen der Statuten. (Art. 662) Dabei kann es sich nicht etwa nur um ursprüngliche Bestimmungen, sondern auch um solche handeln, die auf Grund von Statutenänderungen entstanden sind, wie schon aus der für die Vorzugsrechte getroffenen Ordnung hervorgeht» [Hervorhebung hinzugefügt].

¹⁵⁴⁴ Vgl. AmtlBull SR 1931, 389 (Zustimmung zum Entwurf des Bundesrats); AmtlBull NR 1934, 282 (redaktionelle Änderung); AmtlBull SR 1935, 91; insb. Votum Aeby, AmtlBull NR 1934, 283: «La rémunération du versement effectué au capital social,

Der historischen Auslegung von Art. 661 OR zufolge war es weder der Wille des historischen Gesetzgebers noch das allgemeine Verständnis, dass eine von der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils nur durch die Schaffung einer separaten Aktienkategorie möglich ist. 789

e) Zeitgemässe Auslegung

Auch bei einer zeitgemässen Auslegung von Art. 661 OR ergibt sich, dass eine statutarische Grundlage für eine nicht der Kapitalproportionalität entsprechende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils genügt. 790

Die in der Vorbereitung der Aktienrechtsrevision in Erwägung gezogene Änderung von Art. 661 OR bestätigt die ursprüngliche Bedeutung der Bestimmung. Der Bundesrat schlug im *Vorentwurf* vor, die Norm mit einem zweiten Absatz zu ergänzen, der es den Gesellschaften erlaubt hätte, je nach erfolgter oder nicht erfolgter Ausübung des Stimmrechts an der Generalversammlung dem entsprechenden Aktionär eine höhere oder tiefere Dividende oder Rückzahlung von Kapitalreserven auszurichten.¹⁵⁴⁵ Der Vorschlag wurde schliesslich verworfen.¹⁵⁴⁶ Im *Vorentwurf* selbst und im Erläuternden Bericht des Bundesrats ist aber nicht die Rede davon, dass eine vom Grundsatz der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils der Schaffung einer zusätzlichen Aktienkategorie bedürfe.¹⁵⁴⁷ Vielmehr genüge eine statutarische Bestimmung, welche die Ausnahme vom Grundsatz der Kapitalproportionalität festhalte. 791

Auch die vorgeschlagene Abweichung vom Grundsatz der Kapitalproportionalität durch die Möglichkeit der Einführung von Loyalitätsdividenden in der *parlamentarischen Beratung* zur Aktienrechtsrevision bestätigt das ursprüngliche Verständnis von Art. 661 OR. Gemäss mehrfachen Beschlüssen des Nationalrats sollten Gesellschaften auf Aktien, deren Eigentümer seit mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen sind, eine höhere Dividende oder Rückzahlung von Kapitalreserven ausrichten dürfen.¹⁵⁴⁸ Die Einordnung dieser Regelung als Ausnahme von der proportionalen Berechnungsart der Anteile am Gewinn- und am Liquida- 792

c'est le dividende, et le projet précise que, sauf disposition particulière des statuts, le dividende se calcule en proportion des versements opérés au capital social: (art. 662).»
Dort ist keine Rede von einer Beschränkung auf die in den Statuten für einzelne Kategorien von Aktien festgesetzten Vorrechte.

¹⁵⁴⁵ Art. 661 Abs. 2 VE-OR 2014.

¹⁵⁴⁶ Siehe vorne Fn. 1028 *in fine*.

¹⁵⁴⁷ Vgl. ERLÄUTERNDER BERICHT AKTIENRECHT 2014, 96 f.

¹⁵⁴⁸ Vgl. Art. 661a E-OR N 2020. Siehe vorne Rz. 227.

tionsergebnis ohne Verweis auf das System der Vorzugsaktien zeigt, dass es sich bei den bevorzugten Aktien nicht um eine gesonderte Kategorie handelt. Weder aus Gesetzesentwürfen selbst noch aus der parlamentarischen Beratung kann hergeleitet werden, dass es dabei um eine neue Kategorie von Aktien mit Vorzugsrechten geht.¹⁵⁴⁹ Die Bestimmung bestätigt folglich die Ausnahme vom Grundsatz der Kapitalproportionalität bei der Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils, die sich aus Art. 661 OR ergibt. Für die Ausnahme genügt die Schaffung einer statutarischen Grundlage.

- 793 Der zeitgemässen Auslegung zufolge reicht es für eine von der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils, dass Gesellschaften eine entsprechende Regelung in die Statuten aufnehmen.

f) Teleologische Auslegung

- 794 Das Erfordernis der Bildung einer separaten Aktienkategorie bei der Abweichung vom Prinzip der Kapitalproportionalität im Rahmen der Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils ergibt sich nicht aus dem Sinn und Zweck von Art. 661 OR.
- 795 Das Erfordernis der statutarischen Grundlage gemäss Art. 661 OR dient den Zwecken der Organisation der Gesellschaft und der Publizität. Die Statuten einer Gesellschaft haben u.a. eine *Organisations- und Publizitätsfunktion*. Sie regeln die Rechte und Pflichten der Aktionäre und sind aufgrund der Öffentlichkeit des Handelsregisters¹⁵⁵⁰ Dritten gegenüber bekannt.¹⁵⁵¹ Durch eine Änderung des Verteilungsschlüssels betreffend den Gewinn- und Liquidationsanteil wird ein vermögensmässiges Recht der Aktionäre verändert. Es ist aufgrund der Organisationsfunktion der Statuten, die sich insbesondere auf die Aktionärsrechte erstreckt, geboten, dass eine solche Änderung im Rahmen einer Statutenänderung erfolgt und nicht durch einen blossen Generalversammlungsbeschluss. Zudem ist eine Modifikation der Aktionärsrechte auch eine für Dritte, insbesondere potenzielle neue Aktionäre, wesentliche Bestimmung. Das Erfordernis der statutarischen Grundlage dient somit auch dazu, die für Dritte rechtserheblichen Tatsachen öffentlich zu machen.

¹⁵⁴⁹ Vgl. Art. 661a E-OR N 2020; AmtlBull NR 2018, 1056 f., 1061 ff., 1102, 1107, 1109 f.; AmtlBull SR 2019, 497; AmtlBull NR 2019, 2385 ff.

¹⁵⁵⁰ Art. 936 OR und Art. 10 HRegV.

¹⁵⁵¹ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 7 N 6 f., welche zudem die Individualisierungs- und Schutzfunktion aufzählen.

Das Erfordernis der statutarischen Grundlage dient nicht dem *Schutz der Gleichbehandlung* der Aktionäre. Ob eine vom Prinzip der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung darstellt, ist nach Massgabe von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR zu prüfen. Jeder Aktionär kann einen Generalversammlungsbeschluss, der eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirkt, anfechten.¹⁵⁵² 796

Zur Zweckerfüllung des Erfordernisses einer statutarischen Grundlage gemäss Art. 661 OR genügt es, dass eine Änderung der Berechnung der Gewinn- und Liquidationsanteile in die Statuten aufgenommen wird. Es ist nicht ersichtlich, inwieweit ein zusätzliches Erfordernis einer separaten Aktienkategorie aus Organisations- oder Publizitätsgründen erforderlich sein sollte.¹⁵⁵³ 797

Daraus ergibt sich zugleich, dass die Aufnahme von Regeln zu Loyalitätsdividenden in ein internes Reglement ohne gleichzeitigen Erlass einer entsprechenden Statutenbestimmung zu den Grundsätzen den gesetzlichen Anforderungen nicht genügen würde. Abgesehen davon, dass bereits der Gesetzeswortlaut eine statutarische Grundlage verlangt,¹⁵⁵⁴ würde eine Regelung in einem Reglement mangels Publizität auch dem Gesetzeszweck zuwiderlaufen. Reglemente sind zulässige Rechtsgrundlagen für innergesellschaftliche Angelegenheiten.¹⁵⁵⁵ Sie regeln aber lediglich die interne Organisation von Organen für sich selbst und die ihnen unterstellten Bereiche.¹⁵⁵⁶ Ihre Wirkung ist demnach auf das jeweilige Organ und dessen Mitglieder beschränkt.¹⁵⁵⁷ Die Grundsätze einer Regelung betreffend Loyalitätsdividenden müssen somit in den Statuten enthalten sein. Allenfalls können die Statuten für die Einzelheiten auf ein Reglement verweisen. 798

g) Zwischenfazit

Die Auslegung von Art. 661 OR zeigt, dass es für eine von der Kapitalproportionalität abweichende Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils lediglich einer 799

¹⁵⁵² Siehe im Einzelnen hierzu hinten Rz. 990 ff.

¹⁵⁵³ Zum niederländischen Recht vgl. TIMMERMAN, Ziff. 3.26.

¹⁵⁵⁴ Zur grammatikalischen Auslegung siehe vorne Rz. 779 ff.

¹⁵⁵⁵ Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 11 N 3 f. und § 12 N 2.

¹⁵⁵⁶ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 387, bzgl. des Organisationsreglements des Verwaltungsrats; FORSTMOSER, Organisation, § 14 N 27; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 11 N 3 ff., § 12 N 3.

¹⁵⁵⁷ Zur Bindungswirkung des Organisationsreglements vgl. BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 716b, N 25.

statutarischen Grundlage bedarf. Die Einführung von Loyalitätsdividenden erfordert demnach nicht die Bildung einer separaten Aktienkategorie.

4. Form der Statuten und Beschlussquorum

800 Die Aufnahme einer Bestimmung betreffend Loyalitätsdividenden in die Gesellschaftsstatuten erfolgt gemäss den Bestimmungen des anwendbaren Gesellschaftsrechts. Das ist im vorliegenden Fall das schweizerische Aktienrecht.¹⁵⁵⁸ Danach richten sich sowohl die Form der Statuten als auch das massgebliche Beschlussquorum.

a) Form der Statuten

801 Die Statuten müssen in *schriftlicher Form* abgefasst werden.¹⁵⁵⁹

802 Die Beschlussfassung über die Statuten – betreffe sie die originären Statuten oder eine Statutenänderung – muss *öffentlich beurkundet* werden.¹⁵⁶⁰ Die Statuten sowie jede Statutenänderung müssen dem Handelsregisteramt am Sitz der Gesellschaft eingereicht werden.¹⁵⁶¹ Die Bestimmungen betreffend Loyalitätsdividenden würden als Ergänzung zum Statutenabschnitt zu den Dividenden ein- oder hinzugefügt.¹⁵⁶²

b) Beschlussquorum

803 Das erforderliche Beschlussquorum ist *abhängig vom Stadium*, in dem die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden eingeführt werden soll. Bei der Gründung der Gesellschaft bedarf es von Gesetzes wegen der Zustimmung aller Gründeraktionäre.¹⁵⁶³ Werden Loyalitätsdividenden demgegenüber erst nachträglich im Rahmen einer Statutenänderung eingeführt, liegt der Beschluss in der unübertragbaren Kompetenz der Generalversammlung.¹⁵⁶⁴ Statutenänderungen bedürfen grundsätzlich keines qualifizierten Mehrs. Es genügt in der Regel das absolute Mehr der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen.¹⁵⁶⁵

¹⁵⁵⁸ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 766 ff.

¹⁵⁵⁹ Vgl. namentlich Art. 629 Abs. 1, Art. 631 Abs. 1 Ziff. 2 OR.

¹⁵⁶⁰ Vgl. Art. 629 Abs. 1 OR betr. Gründung; Art. 647 OR betr. Statutenänderungen.

¹⁵⁶¹ Art. 640, Art. 647 OR.

¹⁵⁶² Siehe hinten Anhang 1.

¹⁵⁶³ Vgl. Art. 629 Abs. 1 OR; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 9 N 4, § 14 N 51.

¹⁵⁶⁴ Vgl. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR.

¹⁵⁶⁵ Art. 703 OR; BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 703, N 7; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 9 N 10.

Das Gesetz sieht für bestimmte als besonders wichtig eingestufte Beschlüsse qualifizierte Quoren oder gar Einstimmigkeit vor.¹⁵⁶⁶ Zudem kann die Gesellschaft die Beschlussfassung mittels statutarischer Regelung erschweren.¹⁵⁶⁷

Die Einführung von Loyalitätsdividenden erfordert von Gesetzes wegen *kein qualifiziertes Quorum*. Bei der Redaktion der geltenden Bestimmungen zu den Quoren hat sich der Gesetzgeber zwar nicht ausdrücklich mit der Abweichung vom Proportionalitätsprinzip bei der Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils befasst.¹⁵⁶⁸ Das ist aber auch nicht erforderlich. Der gesetzliche Auffangtatbestand von Art. 703 OR und somit das Mehr der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen kommt bei allen Beschlüssen zur Anwendung, für die im Gesetz keine besondere Regelungsabsicht zum Ausdruck kommt.¹⁵⁶⁹ Es genügt deshalb das absolute Mehr der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen für die Einführung von Loyalitätsdividenden, sofern die Statuten nichts anderes vorsehen. 804

Es kann mit Blick auf den *Schutz der Minderheitsaktionäre* empfehlenswert sein, den Beschluss betreffend Einführung von Loyalitätsdividenden gleichwohl einem qualifizierten Mehr zu unterstellen. Dabei sind namentlich die Schutzwürdigkeit der Interessen der Minderheitsaktionäre und das Mass der Erschwerung der Beschlussfassung zu berücksichtigen.¹⁵⁷⁰ Ein Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden ist ein Eingriff in die vermögensmässigen Rechte der sich gegen die Einführung stellenden Minderheit. Der Eingriff ist vergleichbar mit anderen möglichen Einschränkungen der Aktionärsrechte, wie z.B. die Einführung von Stimmrechtsaktien oder die Einschränkung des Bezugsrechts, für die von Gesetzes wegen eine qualifizierte Mehrheit erforderlich ist.¹⁵⁷¹ Aufgrund der vergleichbaren Wertungslage erscheint ein qualifiziertes Mehr von zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und gegebenenfalls die absolute Mehrheit der vertretenen Aktiennenn- 805

¹⁵⁶⁶ Art. 704 OR (qualifizierte Mehrheit von zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und die Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte); Art. 701, Art. 706 Abs. 2 Ziff. 4, Art. 727a Abs. 2 und Art. 731 Abs. 2 OR (Einstimmigkeit).

¹⁵⁶⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 534 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 9 N 10.

¹⁵⁶⁸ Vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 875, 916 f. Erwähnenswert ist immerhin, dass der Beschluss zur Einführung von Vorzugsaktien, welcher der Abweichung i.S.v. Art. 661 OR ähnlich ist, dem absoluten Mehr der vertretenen Stimmen untersteht.

¹⁵⁶⁹ Vgl. ZK-TANNER, Art. 703 OR, N 182; zum abschliessenden Charakter der Auflistung gem. Art. 704 OR FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 N 28.

¹⁵⁷⁰ Vgl. ZK-BÜRGI, Art. 703 OR, N 25. Darüber hinaus ist auch die Aktionärs- und Kapitalstruktur der Gesellschaft zu berücksichtigen.

¹⁵⁷¹ Vgl. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 und 8 OR.

werte angemessen. Ein qualifiziertes Quorum eröffnet kleineren Aktionärsgruppen und Minderheiten die Möglichkeit, die Einführung von Loyalitätsdividenden zu verhindern.¹⁵⁷² Die Regelung erhält dadurch eine stärkere Legitimation.

5. Wirksamkeit der Statutenklausel

- 806 Gründungen und Statutenänderungen bedürfen zur Wirksamkeit der *Eintragung ins Handelsregister*. Für die Bestimmung des Zeitpunkts der Eintragung ins Handelsregister und somit grundsätzlich für die Rechtswirkungen massgebend war bisher die Einschreibung der Anmeldung ins Tagebuch.¹⁵⁷³ Gegenüber Dritten wurde die Eintragung erst am Werktag wirksam, der auf die Veröffentlichung im SHAB folgt.¹⁵⁷⁴ Seit Januar 2021 werden Handelsregistereinträge mit dem Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung im SHAB wirksam, zumal die elektronische Fassung des SHAB ab diesem Zeitpunkt im Internet zur Verfügung steht.¹⁵⁷⁵ Es kann deshalb nicht mehr vorkommen, dass zwischen der Eintragung ins Tagebuch und dem Eintritt der Wirksamkeit gegenüber Dritten eine gegebenenfalls mehrere Tage umfassende Zeitspanne liegt.¹⁵⁷⁶ Zum bisherigen Recht sei auf die Literatur und Rechtsprechung zur Wirksamkeit von Statutenänderungen verwiesen.¹⁵⁷⁷
- 807 Mit der elektronischen Veröffentlichung beginnt die *Publizitätswirkung*¹⁵⁷⁸ des Eintrags. Zum einen gilt für veröffentlichte Einträge von Gesetzes wegen die Kenntnisvermutung. Das bedeutet, dass die Einwendung, jemand habe einen veröffentlichten Eintrag im Handelsregister nicht gekannt, ausgeschlossen ist.¹⁵⁷⁹ Man spricht in diesem Zusammenhang von der positiven Publizitätswirkung.¹⁵⁸⁰ Zum anderen dürfen die Benutzer des Handelsregisters grundsätzlich auf das Schweigen des Handelsregisters hinsichtlich eintragungspflichtiger Tatsachen vertrauen.¹⁵⁸¹ Das bedeutet, dass eine nicht eingetragene, aber eintragungspflichtige

¹⁵⁷² Vgl. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 704, N 17.

¹⁵⁷³ Art. 932 Abs. 1 OR.

¹⁵⁷⁴ Art. 932 Abs. 2 OR.

¹⁵⁷⁵ Art. 936a OR.

¹⁵⁷⁶ Vgl. zum bisherigen Recht noch BÖCKLI, Aktienrecht, 4. Aufl., § 1 N 615; ZINDEL/WEBER/PHILIPPE, 45.

¹⁵⁷⁷ Für eine Übersicht siehe BÖCKLI, Aktienrecht, 4. Aufl., § 1 N 616 ff.; MEIER, N 105 ff., beide m.w.H.

¹⁵⁷⁸ Grundlegend zur Publizitätswirkung und zum öffentlichen Glauben des Handelsregisters VOGT, Handelsregister, 283 ff.

¹⁵⁷⁹ Art. 936b Abs. 1 OR.

¹⁵⁸⁰ BOTSCHAFT HANDELSREGISTERRECHT 2015, 3647.

¹⁵⁸¹ BGE 65 II 85, S. 88.

Tatsache einem Dritten nur entgegengehalten werden kann, sofern bewiesen wird, dass dieser sichere Kenntnis von der Tatsache hatte.¹⁵⁸² Man spricht in diesem Zusammenhang von der negativen Publizitätswirkung.¹⁵⁸³ Das Gesetz regelt auch die Frage des öffentlichen Glaubens in Bezug auf unrichtige Eintragungen. Das Vertrauen eines Dritten in die Richtigkeit der eingetragenen Tatsachen ist grundsätzlich zu schützen.¹⁵⁸⁴

Eine Statutenklausel betreffend Loyalitätsdividenden ist wirksam ab dem *Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung* der Gründung oder Statutenänderung im SHAB. 808

6. Notwendiger Inhalt

a) *Vorbemerkung zur Bestimmtheit der Regelung*

Die Statutenklausel betreffend Loyalitätsdividenden muss hinreichend bestimmt sein. Sie muss Aufschluss über die *Grundzüge der Regelung* geben, d.h. über den zwingend notwendigen Inhalt, ohne dessen Regelung die Klausel nicht anwendbar wäre. Die Grundsätze müssen so konkret umschrieben sein, dass sich die gegenwärtigen und zukünftigen Aktionäre darüber informieren können, inwieweit sich ihre Rechtsstellung durch die Statutenklausel verändert oder welche mitgliederschaftlichen Folgen ein Beitritt hat.¹⁵⁸⁵ Loyalitätsdividenden haben einen Einfluss auf die vermögensmässigen Rechte der Aktionäre. Die Statutenklausel muss den Geltungsbereich der Regelung in persönlicher, sachlicher und zeitlicher Hinsicht umschreiben. Dazu gehören die Voraussetzungen der Berechtigung inklusive des Nachweises der Berechtigung, das Mass der Berechtigung und der Beginn sowie gegebenenfalls das Ende der Berechtigung.¹⁵⁸⁶ 809

¹⁵⁸² Art. 936b Abs. 2 OR.

¹⁵⁸³ BOTSCHAFT HANDELSREGISTERRECHT 2015, 3647.

¹⁵⁸⁴ Art. 936b Abs. 3 OR. Ausnahmsweise wird das Vertrauen nicht geschützt, wenn überwiegende Interessen entgegenstehen. Siehe hierzu BOTSCHAFT HANDELSREGISTERRECHT 2015, 3647 f.

¹⁵⁸⁵ Vgl. FORSTMOSER, Vinkulierung, 98 f., mit einer ähnlichen Auffassung in Bezug auf Vinkulierungsklauseln, die den Beitritt zu einem Aktionärsbindungsvertrag vorsehen. Die Statuten müssten zumindest Aufschluss über die wesentlichen Punkte des Vertrags geben. Aufgrund der Ähnlichkeit der Interessenlagen – es geht auch bei Loyalitätsdividenden um eine Einschränkung der Mitgliedschaftsrechte – erscheint ein Analogieschluss naheliegend.

¹⁵⁸⁶ Vgl. Art. 661a Abs. 2 E-OR N 2020, in dem auch die erforderlichen Generalversammlungs- und Verwaltungsratsbeschlüsse zu den Grundsätzen gezählt werden. Vgl. zu den Parametern des Grundmodells vorne Rz. 713 ff.

- 810 Sind die Voraussetzungen, das Mass sowie der Beginn und das Ende der Berechtigung zu einer Loyalitätsdividende bekannt und hinreichend bestimmt, bildet die Statutenklausel eine genügende *Grundlage für die Anwendung in der Praxis*. Sie enthält dann die erforderlichen Angaben, anhand derer die Aktionäre die Rechtmässigkeit der Statutenklausel beurteilen oder gerichtlich überprüfen lassen können.¹⁵⁸⁷

b) Voraussetzungen der Berechtigung

- 811 Die Statutenbestimmung sollte erstens Aufschluss geben über die *Voraussetzungen der Berechtigung*. Sie bestimmen den persönlichen Anwendungsbereich der Regelung. Weil mit Loyalitätsdividenden eine Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre erreicht werden soll, ist eine ununterbrochene, mindestens zweijährige Dauer der Beteiligung eine Voraussetzung der Berechtigung. Damit die Dauer der Beteiligung nachweisbar ist, sollten die Statuten erwähnen, dass ein Aktionär nur dann zum Bezug einer Loyalitätsdividende auf einer Aktie berechtigt ist, wenn er ununterbrochen seit mindestens zwei Geschäftsjahren als Eigentümer der besagten Aktie im Aktienbuch eingetragen ist und bis zum Stichdatum für die Auszahlung der Dividende bleibt.¹⁵⁸⁸ Darüber hinaus könnten die Statuten als zusätzliche Voraussetzung einen Nachweis verlangen, dass die wirtschaftliche Berechtigung während der massgeblichen Frist nicht gewechselt hat.¹⁵⁸⁹

c) Mass der Berechtigung

- 812 Die Statutenbestimmung sollte zweitens Aufschluss über das *Mass der Berechtigung* geben. Das Mass der Berechtigung bestimmt den Geltungsbereich der Regelung in sachlicher Hinsicht, indem es Aufschluss gibt über die Art der Auszahlung, die privilegiert wird, und die Höhe der Privilegierung. Es ist zweckmässig und genügt den Anforderungen an die Bestimmtheit, wenn die Statuten eine prozentmässige Begünstigung vorsehen.¹⁵⁹⁰ Dementsprechend bestünde das Privileg in einer im Verhältnis zur ordentlichen Dividende höheren Dividende im Umfang des statu-

¹⁵⁸⁷ Z.B. im Rahmen einer Klage auf Anfechtung eines Generalversammlungsbeschlusses gem. Art. 706 f. OR.

¹⁵⁸⁸ Bei Gesellschaften mit Inhaberaktien lässt sich das nicht konsequent umsetzen. Siehe vorne Rz. 726 f.

¹⁵⁸⁹ Siehe vorne Rz. 728 ff., hinten Anhang 1, Ziff. 4.

¹⁵⁹⁰ Zum Erfordernis der Bestimmtheit bei der Prozentvinkulierung vgl. BGer 4C.35/2007, Urteil vom 18.04.2007, E. 3.3. Für die Beschränkung der Übertragbarkeit genügt eine in den Statuten ausdrücklich genannte prozentuale Grenze. Im Falle von Loyalitätsdividenden wird mittels Statutenbestimmung in vergleichbarer Weise in die Aktionärs-

tarisch bestimmten Prozentsatzes.¹⁵⁹¹ Der Prozentsatz sollte im Sinne der Bestimmtheit und Vorhersehbarkeit klar festgelegt werden statt bloss im Sinne einer Obergrenze. Sollte die Privilegierung pro Aktionär beschränkt werden, müsste diese Beschränkung ebenfalls in den Statuten enthalten sein.¹⁵⁹²

d) *Beginn der Berechtigung*

Und die Statutenbestimmung sollte drittens Aufschluss geben über den *Beginn der Berechtigung* sowie gegebenenfalls deren Ende. Damit wird der Geltungsbereich der Regelung in zeitlicher Hinsicht festgelegt. Ist bestimmt, wann die Loyalitätsdividende zum ersten Mal ausbezahlt wird, kann jeder Aktionär oder Dritte abschätzen, wann es zu einer Änderung bei der Berechnung des Gewinn- und Liquidationsanteils kommt. Es wird damit klar, ab welchem Zeitpunkt die Haltedauer zur Bestimmung der Berechtigung angerechnet wird. 813

e) *Weitere Angaben*

Darüber hinaus können die Statuten oder ein Reglement auch *weitere Angaben* enthalten, die Aufschluss über die Anwendung geben, aber nicht erforderlich sind für das Verständnis der Grundzüge von Loyalitätsdividenden.¹⁵⁹³ Sie sind indes für die Gültigkeit der Statutenbestimmung und deren Zustandekommen nicht erforderlich. Solche Einzelheiten der Regelung betreffend Loyalitätsdividenden können folglich auch in einem Reglement enthalten sein, das durch die Generalversammlung oder – mittels Ermächtigungsnorm in den Statuten – durch den Verwaltungsrat erlassen und den Aktionären zugänglich gemacht wird.¹⁵⁹⁴ 814

rechte eingegriffen. Ist das Mass der Berechtigung prozentmässig bestimmt, ist die potenzielle Einschränkung der Aktionärsrechte hinreichend bestimmbar.

¹⁵⁹¹ Z.B. eine um 20% höhere Dividende. Dasselbe gilt entsprechend für den Liquidationsanteil.

¹⁵⁹² Zum französischen Recht vgl. z.B. AIR LIQUIDE S.A., Statuts, Art. 21 Abs. 11; ENGIE S.A., Statuts, Art. 26.2; L'ORÉAL S.A., Statuts, Art. 15 lit. A Ziff. 3; SODEXO S.A., Statuts, Art. 17 Ziff. 3 lit. a.

¹⁵⁹³ Dazu gehören z.B. die erforderlichen Generalversammlungs- und Verwaltungsratsbeschlüsse (vgl. AIR LIQUIDE S.A., Statuts, Art. 21 Abs. 10, demzufolge die Generalversammlung mit einfachem Mehr über das Mass der Berechtigung und dessen Aufhebung bestimmen kann). Ein weiteres Beispiel ist die Frage, welchen Aktien das Privileg bei einem teilweisen Verkauf der Beteiligung zugerechnet wird (siehe vorne Rz. 737).

¹⁵⁹⁴ In Reglementen können Angelegenheiten geregelt werden, die nicht von grundlegender Bedeutung sind. Siehe hierzu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 11 N 4; für eine Definition des Reglements EIGENMANN, 14. Siehe hinten Anhang 1, Ziff. 5.

C. Subjektiver Geltungsbereich

1. Einleitung

- 815 Der subjektive, d.h. persönliche Geltungsbereich ist ein *notwendiger Bestandteil* der Statutenklausel betreffend Loyalitätsdividenden und muss deshalb zwingend aus ihr hervorgehen.
- 816 Der subjektive Geltungsbereich einer Statutenbestimmung ergibt sich in erster Linie aus ihr selbst. Es kann grundsätzlich frei festgelegt werden, welche Personen vom subjektiven Geltungsbereich einer Statutenbestimmung erfasst sind. Dieser Grundsatz ist aber in zweierlei Hinsicht beschränkt. Im Allgemeinen ist der subjektive Geltungsbereich einer Statutenbestimmung beschränkt durch die körperschaftliche *Anordnungskompetenz der Gesellschaft*.¹⁵⁹⁵ Es werden nur diejenigen Personen verpflichtet oder berechtigt, die ohnehin von der Reichweite der Statuten erfasst sind. Im Besonderen kann der subjektive Geltungsbereich einer Statutenbestimmung weiter beschränkt werden oder naturgemäss sein.¹⁵⁹⁶ Bei einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden besteht die Bindungswirkung einerseits für die Gesellschaft und deren Organe und andererseits für die Aktionäre und gegebenenfalls die Partizipanten.

2. Bindungswirkung für die Gesellschaft

- 817 Die Gesellschaft ist *von Gesetzes wegen* an ihre Statuten gebunden.¹⁵⁹⁷ Beschliesst die Gründerversammlung oder die Generalversammlung im Rahmen einer Statutenänderung die Einführung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden, ist die Bestimmung kraft Gesetz für die Gesellschaft verbindlich. Das bedeutet, dass die berechtigten Personen innerhalb der Sozialsphäre der Gesellschaft, namentlich die Aktionäre und Partizipanten, einen Anspruch auf die korrekte Anwendung der Statutenbestimmung, d.h. die Auszahlung der Loyalitätsdividende haben. Wird die Bestimmung nicht mittels entsprechender Beschlüsse über die Verwendung des Bilanzgewinns in die Praxis umgesetzt, können der Verwaltungs-

¹⁵⁹⁵ Die Wirkung von Statuten und somit die Anordnungskompetenz der Gesellschaft sind grundsätzlich beschränkt auf das gesellschaftsrechtliche Innenverhältnis. Siehe hierzu vorne Rz. 775.

¹⁵⁹⁶ Das ist der Fall, wenn eine Statutenbestimmung nur mit Wirkung auf bestimmte Aktionäre oder Aktionärsgruppen eingeführt wird oder sich ohnehin nur an ein Organ richtet, wie z.B. die Regeln zum Verwaltungsrat. Siehe zum Geltungsbereich in Bezug auf die Aktionäre hinten Rz. 819 ff.

¹⁵⁹⁷ Vgl. KUNZ, Minderheitenschutz, § 15 N 4; DERS., Statuten, 57.

rat und jeder Aktionär eine Anfechtungsklage erheben.¹⁵⁹⁸ Passivlegitimiert ist stets die Gesellschaft.¹⁵⁹⁹

3. Bindungswirkung für die Aktionäre

a) Anordnungskompetenz der Gesellschaft

Die Statuten sind auf die Organisation der internen Verhältnisse der Aktiengesellschaft 818 gerichtet. Statutenklauseln, die sich auf das körperschaftliche Rechtsverhältnis zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären beziehen, sind Gegenstand der internen Verhältnisse. Sie unterstehen folglich der Anordnungskompetenz der Gesellschaft.¹⁶⁰⁰ Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden regelt das körperschaftliche Recht der Aktionäre auf einen Anteil am Bilanzgewinn. Sie ist somit von der Anordnungskompetenz der Gesellschaft gedeckt und kann – unter Vorbehalt der aktienrechtlichen Zulässigkeit – mittels Beschluss gültig in die Statuten aufgenommen werden.¹⁶⁰¹

b) Vom Geltungsbereich erfasste Mitglieder der Gesellschaft

aa) Umfassender und beschränkter Geltungsbereich

Die Statutenklausel betreffend Loyalitätsdividenden hat grundsätzlich einen *umfassenden persönlichen Geltungsbereich*. 819 Entschliesst sich eine Gesellschaft für die Einführung von Loyalitätsdividenden, wird die Bestimmung entsprechend dem restlichen Inhalt der Statuten für alle Aktionäre verbindlich. Ebenfalls vom Geltungsbereich erfasst sind Partizipanten und Nutzniesser.¹⁶⁰²

¹⁵⁹⁸ Anfechtbar sind namentlich Generalversammlungsbeschlüsse, die gegen die Statuten verstossen (Art. 706 Abs. 1 und Abs. 2 Ziff. 1 OR). Die Anfechtung steht unter dem Vorbehalt, dass die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden überhaupt erst zulässig ist. Siehe hierzu hinten Rz. 861 ff.

¹⁵⁹⁹ Art. 706 Abs. 1 OR («mit Klage gegen die Gesellschaft»). Die Gesellschaft wird im Prozess i.d.R. durch den Verwaltungsrat vertreten oder – sofern der Verwaltungsrat Klage erhebt – durch einen gerichtlich bestellten Vertreter (Art. 706a Abs. 2 OR). Siehe hierzu BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 3; ZK-TANNER, Art. 706a OR, N 47 ff.

¹⁶⁰⁰ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 774 ff.

¹⁶⁰¹ Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit siehe hinten Rz. 861.

¹⁶⁰² Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 7 N 6. Zum Anspruch des Nutzniessers auf die Loyalitätsdividende siehe vorne Rz. 748 ff.

- 820 Es ist theoretisch denkbar, dass der Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung auf bestimmte Aktionäre oder Aktionärsgruppen beschränkt wird. Es ist in diesem Falle aber zu prüfen, ob die Einschränkung nicht dem Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre widerspricht. Das *Gleichbehandlungsgebot* verbietet die sachlich nicht gerechtfertigte und unverhältnismässige Ungleichbehandlung von Aktionären oder Aktionärsgruppen.¹⁶⁰³
- 821 Eine *Einschränkung des subjektiven Geltungsbereichs* der Statutenklausel auf bestimmte Aktionäre liegt nicht im Interesse der Gesellschaft und ist deshalb unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten unzulässig. Die Einschränkung würde bedeuten, dass gewisse Aktionäre von vornherein nicht die gleichen Voraussetzungen für den Erhalt einer Loyalitätsdividende haben. Diese Verunmöglichung der Chancengleichheit¹⁶⁰⁴ könnte nicht gerechtfertigt werden. Das Ziel von Loyalitätsdividenden ist die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Es liegt grundsätzlich im Interesse der Gesellschaft.¹⁶⁰⁵ Wird der subjektive Geltungsbereich der Statutenbestimmung und somit des Konzepts der Loyalitätsdividenden von vornherein eingeschränkt, ist es weniger oder nicht geeignet zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Die Gesellschaft hat ein Interesse an einer möglichst wirksamen Regelung und somit einem möglichst weiten subjektiven Geltungsbereich der Statutenbestimmung. Die Ungleichbehandlung der Aktionäre aufgrund einer Einschränkung des subjektiven Geltungsbereichs könnte deshalb nicht gerechtfertigt werden und wäre somit unzulässig.
- 822 Im Folgenden wird deshalb davon ausgegangen, dass Loyalitätsdividenden mit einer umfassenden, d.h. für alle Aktionäre verbindlichen Statutenbestimmung eingeführt werden.

bb) Geltung für bestehende und neue Aktionäre

- 823 Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden ist in erster Linie für *alle bestehenden Aktionäre*, d.h. diejenigen, die im Zeitpunkt des Beschlusses über die Statutenbestimmung an der Gesellschaft beteiligt sind, verbindlich. Aufgrund des Mehrheitsprinzips erstreckt sich der Geltungsbereich auch auf diejenigen Aktio-

¹⁶⁰³ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR; für eine Übersicht siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 11 ff.; HUGUENIN JACOBS, 37 ff. Siehe eingehend hierzu hinten Rz. 936 ff.

¹⁶⁰⁴ Zum Begriff der Chancengleichheit und dessen Abgrenzung zum Egalisierungsgebot im verfassungsrechtlichen Kontext vgl. BSK BV-WALDMANN, Art. 8, 43.

¹⁶⁰⁵ Siehe vorne Rz. 563.

näre, die der Bestimmung nicht zugestimmt haben, weil sie an der Generalversammlung nicht gestimmt, sich enthalten oder die Bestimmung abgelehnt haben.¹⁶⁰⁶

Darüber hinaus sind von der Bindungswirkung einer Statutenbestimmung *auch alle künftigen Aktionäre*, d.h. diejenigen, die der Gesellschaft nachträglich beigetreten sind, erfasst.¹⁶⁰⁷ Das gilt unabhängig davon, ob die nachträglich beigetretenen Aktionäre die Aktien originär, d.h. im Rahmen einer Liberierung erworben haben oder derivativ, d.h. im Rahmen eines Rechtsgeschäfts, Erbgangs, infolge güterrechtlicher Auseinandersetzung oder Zwangsvollstreckung. 824

Im Falle eines *originären Erwerbs* erwirbt der Aktionär durch die Zeichnung und Liberierung der Aktien im Rahmen einer Gründung oder Kapitalerhöhung alle mit der Mitgliedschaft in der Gesellschaft verbundenen statutarischen Rechte und Pflichten.¹⁶⁰⁸ Die Rechtsstellung des Aktionärs wird demnach definiert durch die Ausgestaltung der Statuten zum Zeitpunkt des Erwerbs.¹⁶⁰⁹ Sofern die Statuten eine Bestimmung betreffend Loyalitätsdividenden enthalten, gilt diese ab dem Zeitpunkt des Beitritts auch für den beitretenden Aktionär. Eine besondere Willenserklärung in Bezug auf die Loyalitätsdividende braucht es nicht. 825

Die Übertragung der Aktionärsstellung ist auch Gegenstand eines *derivativen Erwerbs*. Der Beitritt erfolgt je nach Ausgestaltung der Aktien durch Übertragung, Indossierung oder Zession der Aktie.¹⁶¹⁰ Die Mitgliedschaft des Aktionärs wird als Ganzes, inklusive aller Mitgliedschaftsrechte, die in der Aktie verkörpert sind, übertragen.¹⁶¹¹ Es sind die folgenden Konstellationen zu unterscheiden: 826

¹⁶⁰⁶ Vgl. BGer 4C.419/2006, Urteil vom 19.04.2007, E. 3.3; BGE 102 II 265 E. 3, S. 269; BGE 99 II 55 E. 4b, S. 62 («Mit dem Eintritt in die Gesellschaft unterwirft der Aktionär sich bewusst dem Willen der Mehrheit und anerkennt, dass diese auch dann bindend entscheidet, wenn sie nicht die bestmögliche Lösung trifft und ihre eigenen Interessen unter Umständen denjenigen der Gesellschaft und einer Minderheit vorgehen lässt [...]»); FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 24 f., 108; zur Kritik an dieser Rechtsprechung siehe BÖCKLI, Aktienrecht, 4. Aufl., § 16 N 117; ebenso FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 12 ff., § 25 N 60.

¹⁶⁰⁷ Im Zusammenhang mit der Unterwerfung unter die Statuten einer Gesellschaft mit Loyalitätsstimmrechten oder -dividenden im niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 3.

¹⁶⁰⁸ Zum Gesagten siehe BAUEN/BERNET, N 272; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, N 990; vgl. BARTLOMÉ, 10; BIERI, N 25 f.

¹⁶⁰⁹ Vgl. betreffend den Beitritt zu einem Verein BGE 131 III 97 E. 2.1, S. 101; BOTSCHAFT ZGB, 20.

¹⁶¹⁰ VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, 992 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 N 85 ff.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 403 ff.

¹⁶¹¹ Vgl. BSK OR II-BAUDENBACHER, Art. 622, N 1.

- 827 Bei *Inhaberaktien* erfolgt die Übertragung – sofern die Anteile nicht als Wertrechte oder Bucheffekten ausgestaltet sind – durch blosser Übergabe der Aktienurkunde. Damit tritt der Erwerber automatisch in die Aktionärsstellung mit allen Rechten ein.¹⁶¹² Die Bindung an eine statutarische Regelung betreffend Loyalitätsdividenden erfolgt gleichzeitig mit der Übertragung der Aktionärsstellung auf den Erwerber.
- 828 Das ist im *Grundsatz bei Namenaktien* insofern ähnlich, als die Übertragung des Eigentums an der Aktie mitsamt Mitgliedschaftsrechten in der Regel durch die Übergabe und Indossierung der Aktienurkunde erfolgt.¹⁶¹³ Sind die Aktien vinkuliert, muss die Gesellschaft der Übertragung zustimmen.¹⁶¹⁴ Vor der Erteilung der Zustimmung geht bei nicht börsenkotierten Aktien die Aktionärsstellung einschliesslich Mitgliedschaftsrechten nicht auf den Erwerber über.¹⁶¹⁵ Damit erstreckt sich auch der subjektive Geltungsbereich der Statuten im Grundsatz noch nicht auf den Erwerber. Der Aktionär wird vor der Zustimmung nicht ins Aktienbuch eingetragen.¹⁶¹⁶ Somit beginnt die für die Auszahlung der Loyalitätsdividende massgebliche Frist noch nicht zu laufen.
- 829 Besonderes gilt bei der Übertragung vinkulierter Namenaktien. Der Erwerber *nicht börsenkotierter vinkulierter Namenaktien* ist grundsätzlich erst von der Bindungswirkung der Statuten erfasst, wenn die Gesellschaft der Übertragung zustimmt, zumal das Eigentum an den Aktien erst dann auf ihn übergeht.¹⁶¹⁷ Erfolgt jedoch die Übertragung durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung, geht das Eigentum und die Aktionärsstellung auch ohne Zustimmung über. Die Ausübung der Mitwirkungsrechte ist dann zwar weder dem Erwerber noch dem – sofern noch lebenden – Übertragenden möglich.¹⁶¹⁸ Der Erwerber wird in diesen Konstellationen trotzdem als neuer Aktionär vom subjektiven Gel-

¹⁶¹² BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 683, N 7 ff.; ähnlich bezüglich der Übertragung von Anteilsscheinen gemäss aAFG BGE 132 III 186 E. 4.4.2, S. 193. Bei als Wertrechte ausgestalteten Inhaberaktien braucht es zusätzlich eine schriftliche Abtretungserklärung. Bei als Bucheffekten ausgestalteten Inhaberaktien sind Art. 24 ff. BEG für die Übertragung massgeblich.

¹⁶¹³ Vgl. BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 684, N 7; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 N 90.

¹⁶¹⁴ Vgl. Art. 685 Abs. 1 und Art. 685a Abs. 1 OR.

¹⁶¹⁵ Siehe vorne Rz. 725.

¹⁶¹⁶ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 248 ff.

¹⁶¹⁷ Vgl. Art. 685c Abs. 1 OR.

¹⁶¹⁸ Zu Art. 685c Abs. 2 OR siehe BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 685c, N 5; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 N 180. Zu Art. 685f Abs. 1 und 2 OR siehe DU PASQUIER/OERTLE, 764; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 N 215 ff.

tungsbereich der Statuten im Allgemeinen erfasst. Im Besonderen kommt die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden zur Anwendung, weil sie ein Vermögensrecht des Aktionärs betrifft, dessen Geltendmachung nicht von der Zustimmung der Gesellschaft abhängig ist. Sobald die Eintragung ins Aktienbuch erfolgt ist, beginnt die für die Privilegierung massgebliche Haltefrist zu laufen.

Bei der börsenmässigen Übertragung *börsenkotierter vinkulierter Namenaktien* beginnt die zur Ermittlung der Berechtigung zum Bezug einer Loyalitätsdividende massgebliche Frist gleich nach der Übertragung zu laufen.¹⁶¹⁹ Bis zur Anerkennung des Erwerbers durch die Gesellschaft ist lediglich das Stimmrecht beschränkt. Der Erwerber wird so lange als «Aktionär ohne Stimmrecht»¹⁶²⁰ ins Aktienbuch eingetragen.¹⁶²¹ Erfolgt die Übertragung durch Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht, wird der Erwerber unverzüglich ins Aktienbuch eingetragen, zumal eine Ablehnung diesfalls nicht möglich ist.¹⁶²² In beiden Fällen der Übertragung börsenkotierter vinkulierter Namenaktien ist der Erwerber nach der Übertragung vom Geltungsbereich der Statuten erfasst.

Die Ausgestaltung der Aktien als *Bucheffekten*¹⁶²³ hat keinen Einfluss auf die Mitgliedschaftsrechte. Bucheffekten kommen, abgesehen vom körperlichen Element, alle funktionalen Elemente eines Wertpapiers zu.¹⁶²⁴ Die Verfügung über Bucheffekten richtet sich nach Art. 24 BEG. Das BEG lässt aber die Rechte aus Aktien unberührt.¹⁶²⁵ Es regelt insbesondere nicht die Auszahlung von Dividenden, die Kapitalrückzahlung oder die Ausübung von Bezugs- oder Mitgliedschaftsrechten. Es ergeben sich deshalb in Bezug auf die Mitgliedschaft und deren Übertragung keine Unterschiede.¹⁶²⁶

¹⁶¹⁹ Zum Rechtsübergang im Falle des Erwerbs börsenkotierter vinkulierter Namenaktien vgl. Art. 685f Abs. 1 OR u.a.m.H. auf den Fall des ausserbörslichen Erwerbs börsenkotierter vinkulierter Namenaktien.

¹⁶²⁰ Art. 685f Abs. 3 OR.

¹⁶²¹ Zum Anspruch des Aktionärs auf Eintragung siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 106.

¹⁶²² Vgl. Art. 685d Abs. 3 OR.

¹⁶²³ Bucheffekten sind vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber dem Emittenten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind und über welche die Kontoinhaberinnen und Kontoinhaber nach den Vorschriften des BEG verfügen können (Art. 3 Abs. 1 BEG).

¹⁶²⁴ NOBEL, § 9 N 101 («Vermögensobjekt sui generis»); VON DER CRONE/BILEK, 196; vgl. ROTH, 189.

¹⁶²⁵ Art. 13 BEG, gemäss dem die Rechte der Anleger gegenüber dem Emittenten und somit die Mitgliedschaft als solche durch die Entstehung von Bucheffekten nicht berührt werden.

¹⁶²⁶ Zum Gesagten vgl. ROTH, 190; VON DER CRONE/BILEK, 207.

832 Die *Kenntnis des Statuteninhalts* ist nicht erforderlich für die Geltung der Mitgliedschaftsrechte und -pflichten für den beitretenden Aktionär.¹⁶²⁷ Das betrifft auch die aus einer Regelung betreffend Loyalitätsdividenden entspringenden Rechte. Die in der Aktie als Wertpapier verkörperten Rechte und Pflichten der Aktionäre werden durch das Mitgliedschaftsverhältnis nach Massgabe von Gesetz und Statuten definiert und nicht durch den Inhalt der Aktienurkunde.¹⁶²⁸ Die Voraussetzung für deren Geltung ist einzig, dass das Wertpapier als Mitgliedschaftspapier erkennbar ist.¹⁶²⁹ Eine Aktie ist als Mitgliedschaftspapier erkennbar. Demzufolge muss der Aktionär damit rechnen, dass die ihr zugrunde liegenden Mitgliedschaftsrechte von der internen Organisation der Gesellschaft abhängig sind und geändert werden können.¹⁶³⁰ Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden ist somit für den Aktionär verbindlich, ungeachtet der Tatsache, ob er sie gekannt hat oder nicht.

cc) Keine Geltung für ausgetretene Aktionäre

833 Die Bindungswirkung der Statutenbestimmungen für Aktionäre ist grundsätzlich beschränkt auf die *Dauer des Mitgliedschaftsverhältnisses*.¹⁶³¹ Gibt der Aktionär seine Aktionärsstellung auf, wird er von den Mitgliedschaftspflichten befreit und verliert seine Mitgliedschaftsrechte.¹⁶³² Er ist dann nicht mehr vom Geltungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden erfasst.

¹⁶²⁷ Vgl. BGE 114 II 57 E. 5b/cc, S. 62; BÄR, Aktuelle Fragen, 357; LEHNER, 194; SALZGEBER-DÜRIG, 293.

¹⁶²⁸ HGer SG, Urteil vom 16.01.2017, GVP 2007, 221 ff., 223, E. 2; BSK OR II-BAUDENBACHER, Art. 622, N 7; DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 27 N 58, 60; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 N 24; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, N 1032; SALZGEBER-DÜRIG, 293; vgl. DAENIKER, Wer zahlt, befiehlt?, 427; LEHNER, 194; SANWALD, Austritt, 512; ferner bezüglich der Übertragung von Anteilsscheinen gemäss aAFG BGE 132 III 186 E. 4.4.3.2, S. 194.

¹⁶²⁹ BÄR, Aktuelle Fragen, 356. Das gilt auch für Aktien, die als Wertrechte i.S.v. Art. 973c OR ausgestaltet sind. Die Ausgabe von Wertpapieren oder Wertrechten hat keine konstitutive Wirkung bezüglich der Entstehung und des Bestands von Mitgliedschaftsrechten. Die im Wertrecht abgebildeten Mitgliedschaftsrechte und -pflichten bestehen nach Massgabe der Statuten und Beschlüsse. Vgl. hierzu DALLA TORRE/GERMANN, 581, Fn. 80; BSK Wertpapierrecht-PÖSCHEL/MAIZAR, Art. 973c OR, N 41.

¹⁶³⁰ Vgl. BÄR, Aktuelle Fragen, 356; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, N 1014, 1033 f.

¹⁶³¹ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 7 N 6; ZK-SIEGWART, Art. 626 OR, N 14.

¹⁶³² Vgl. ZK-SIEGWART, Art. 626 OR, N 14.

4. Bindungswirkung für Organmitglieder

a) Anordnungskompetenz der Gesellschaft

Die Organmitglieder, denen nicht zugleich Aktionärsstellung zukommt, sind nicht 834 aufgrund eines Aktienerwerbs an die Statuten der Gesellschaft gebunden. Sie sind auch nicht an der Errichtung oder Änderung der Statuten mittels Stimmabgabe beteiligt.¹⁶³³ Eine körperschaftliche Anordnungskompetenz der Gesellschaft und eine Bindungswirkung der Statuten gegenüber den Organmitgliedern besteht nur insoweit, als das Rechtsverhältnis zwischen den Organmitgliedern und der Gesellschaft diese rechtfertigt.

Das Verhältnis zwischen der Gesellschaft und den Organmitgliedern ist *gemischter* 835 *Natur*. Es weist körperschaftliche und vertragliche Elemente auf. Das Verhältnis wurde im Laufe der Jahre unterschiedlich qualifiziert.¹⁶³⁴ Ein Teil der Lehre qualifiziert das Rechtsverhältnis zwischen der Gesellschaft und dem Organmitglied als auftragsähnlichen Innominatvertrag, dessen Inhalt in erster Linie körperschaftsrechtlich bestimmt ist.¹⁶³⁵ Ein anderer Teil der Lehre qualifiziert das Rechtsverhältnis als eigenständiges organschaftliches Rechtsverhältnis, neben dem zusätzlich eigenständige vertragsrechtliche Verhältnisse, namentlich ein Auftrag oder ein Arbeitsvertrag, bestehen können.¹⁶³⁶ Das Bundesgericht qualifiziert das Rechtsverhältnis zwischen der Gesellschaft und dem Organmitglied als schuld- und körperschaftsrechtliches Doppelverhältnis.¹⁶³⁷ Die wohl herrschende Lehre geht in Übereinstimmung mit dem Bundesgericht ebenfalls davon aus, dass Mitglieder des Verwaltungsrats in Geschäftsführungsfunktion und Geschäftsleitungsmitglie-

¹⁶³³ Der Verwaltungsrat hat aber einen tatsächlichen Einfluss auf die Beschlussfassung über die Statuten, indem er die Traktandenliste vorlegt und Anträge zu den Traktanden stellt (Art. 700 Abs. 2 OR). Dieses Recht haben auch die einzelnen Verwaltungsratsmitglieder (vgl. Art. 702a Abs. 2 OR). Siehe hierzu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 23 N 19, 64 ff.

¹⁶³⁴ Ausführlich hierzu BGE 128 III 129 E. 1a, S. 131 ff. m.w.H. auf Lehre und Rechtsprechung.

¹⁶³⁵ BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 122; LAMBERT, 120; VON STEIGER, Aktiengesellschaft, 220.

¹⁶³⁶ MÜLLER, Verwaltungsrat, 80; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Verwaltungsrat, 39; vgl. BÄRTSCH, 197; PERREN, 11; BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 710, N 9; ferner BGE 44 II 132 E. 3, S. 137 f., gemäss dem der Verwaltungsrat ein Bestandteil der Gesellschaft ist und dessen Rechtsverhältnis zur Gesellschaft deshalb durch die Organstellung bestimmt wird.

¹⁶³⁷ BGE 130 III 213 E. 2.1, S. 216 f.; BGE 128 III 129 E. 1a/aa, S. 132 f.

der mit Organstellung in einem solchen Doppelverhältnis zur Gesellschaft stehen.¹⁶³⁸

- 836 Es besteht Einigkeit darüber, dass sich der *Inhalt des Rechtsverhältnisses* grundsätzlich aus dem Gesellschaftsrecht ergibt. Die Rechte und Pflichten der Organmitglieder werden in erster Linie definiert durch die zwingenden Bestimmungen des Gesellschaftsrechts sowie durch die Statuten, Reglemente und Beschlüsse der Generalversammlung.¹⁶³⁹ Das Organmitglied ist ab dem Zeitpunkt seiner Wahlannahmeerklärung an die organschaftlichen Rechte und Pflichten gebunden.¹⁶⁴⁰ Nicht durch das Gesellschaftsrecht geregelte oder durch körperschaftliche Regeln gestaltete Elemente und darüber hinausgehende Regelungen vertraglicher Natur sind nach dem jeweils anwendbaren Vertragsrecht zu beurteilen.¹⁶⁴¹
- 837 Eine Bindungswirkung der Statuten und insbesondere einer Regelung betreffend Loyalitätsdividenden gegenüber Organmitgliedern rechtfertigt sich aufgrund des gesellschaftsrechtlichen Verhältnisses zur Gesellschaft. Organmitglieder stehen unter anderem in einem *gesellschaftsrechtlichen Verhältnis* zur Gesellschaft.¹⁶⁴² Die Statuten können somit im Rahmen dieses gesellschaftsrechtlichen Verhältnisses die Rechte und Pflichten der Organpersonen festlegen. Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden verpflichtet insbesondere den Verwaltungsrat und dessen Mitglieder im Rahmen der *Vorbereitung der Generalversammlung*.

¹⁶³⁸ Vgl. BÖCKLI, Abberufung, 47 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 28 N 13 ff., § 29 N 60; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Verwaltungsrat, 43; PLÜSS, 129 f.; STUTZ/VON DER CRONE, 264; WATTER, Verpflichtung der AG, 119 f.; BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 707, N 25.

¹⁶³⁹ Art. 707 ff., 727 ff. OR. Zum Gesagten siehe BGE 100 II 384 E. 2a, S. 388; BÄRTSCHI, 197; EIGENMANN, 67 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 29 N 60; FREY, 41 f.; LAMBERT, 117 f., 121; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Verwaltungsrat, 40, 44; PERREN, 11; TRIGO TRINDADE/PETER, 255; BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 710, N 9; vgl. BGE 117 II 570 E. 3, S. 572 m.H. auf die Pflichten der Verwaltungsratsmitglieder, die sich aus ihrer gesellschaftsrechtlichen Stellung ergeben; ferner BGE 44 II 132 E. 3, S. 138.

¹⁶⁴⁰ DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 13 N 49; vgl. WÜRSCH, 27.

¹⁶⁴¹ Vgl. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 705, N 11 ff.; BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 710, N 9.

¹⁶⁴² Zur gesellschaftsrechtlichen Qualifikation des Rechtsverhältnisses siehe BGE 117 II 570 E. 3, S. 572.

b) Vom Geltungsbereich erfasste Organe

aa) Vorbemerkung

Statutenbestimmungen beanspruchen *Geltung gegenüber allen Organen der Gesellschaft*. Es sei deshalb kurz in Erinnerung gerufen, welche Organbegriffe in Lehre und Rechtsprechung bestehen. Dabei geht es nicht um eine grundlegende Darstellung des in der Lehre eingehend erörterten Organbegriffs,¹⁶⁴³ sondern um eine Umschreibung derjenigen Organe, denen in Bezug auf die Umsetzung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden Pflichten zukommen. 838

bb) Organbegriff

Der Begriff des Organs hat *verschiedene Bedeutungen*. Die Aktiengesellschaft hat von Gesetzes wegen drei Organe: die Generalversammlung, den Verwaltungsrat und die Revisionsstelle.¹⁶⁴⁴ Zudem nennt das Gesetz zwei fakultative Organe: die Geschäftsleitung und den Beirat.¹⁶⁴⁵ Darüber hinaus kann die Gesellschaft in den Statuten weitere Organe vorsehen. Diesen dürfen allerdings keine Aufgaben zugewiesen werden, die gemäss Gesetz zwingend einem der drei gesetzlichen Organe zukommen.¹⁶⁴⁶ Das Organ im Sinne des die Gesellschaft im Aussenverhältnis vertretenden Funktionsträgers ist das Exekutivorgan oder die Verwaltung.¹⁶⁴⁷ 839

Zudem gibt es den verantwortlichkeitsrechtlichen Organbegriff, der im Rahmen der Verantwortlichkeitsklage den Kreis der Passivlegitimierten umschreibt.¹⁶⁴⁸ Der Organbegriff im Verantwortungsrecht unterscheidet drei Arten von Organtypen. 840

Als *formelles Organ* gelten diejenigen Personen, die von der Generalversammlung als Organ gewählt werden.¹⁶⁴⁹ Das sind in einer Aktiengesellschaft die Mit- 841

¹⁶⁴³ Zur Übersicht vgl. DITESHEIM, 323.

¹⁶⁴⁴ Art. 698 ff. OR (Verwaltungsrat); Art. 707 ff. OR (Verwaltungsrat); Art. 727 ff. OR (Revisionsstelle); vgl. aber Art. 727a Abs. 2 OR betr. den Verzicht auf die Revision und somit die Revisionsstelle.

¹⁶⁴⁵ Vgl. Art. 716b OR (Delegation der Geschäftsführung an eine Geschäftsleitung); Art. 626 Abs. 2 und Art. 735 ff. OR (Beirat).

¹⁶⁴⁶ Zum Gesagten siehe VOGT, Gesellschaftsrecht, Ziff. 14; vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 19 N 2 ff., § 30 N 31.

¹⁶⁴⁷ FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, N 641.

¹⁶⁴⁸ Zum verantwortlichkeitsrechtlichen Organbegriff siehe BÄRTSCHI, 95 f.; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, N 642; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 19 N 7.

¹⁶⁴⁹ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 19 N 17; VON DER CRONE/CARBONARA/HUNZIKER, 39.

glieder des Verwaltungsrats und die Revisionsstelle.¹⁶⁵⁰ Deren Organstellung gilt ab dem Zeitpunkt der Wahlannahmeerklärung oder des beabsichtigten Amtsantritts bis zur Beendigung des Rechtsverhältnisses, z.B. durch Rücktritt oder Abberufung.¹⁶⁵¹

- 842 Als *materielles Organ* gelten diejenigen Personen, denen durch einen gesellschaftsinternen Akt Aufgaben übertragen werden, die von Gesetzes wegen den formellen Organen zukommen.¹⁶⁵² Die Pflichten des materiellen Organs ergeben sich in der Regel aus den Statuten und/oder aus einem separaten Vertrag.¹⁶⁵³ Die Organstellung beginnt am vertraglich vereinbarten Termin und dauert bis zur Beendigung des Vertrags, z.B. durch Ablauf der Amtsdauer, Rücktritt oder Abberufung durch den Verwaltungsrat.¹⁶⁵⁴
- 843 Als *faktisches Organ* gelten hingegen Personen, die weder formell noch materiell bestellt wurden, aber durch tatsächlichen Einfluss an der Willensbildung der Gesellschaft teilnehmen oder leitend und einem Organ ähnlich auf die Gesellschaft einwirken.¹⁶⁵⁵ Die faktische Organschaft setzt voraus, dass die betroffene Person eigenverantwortlich und auf Dauer eine Verantwortung wahrnimmt, die das Alltagsgeschäft übersteigt und das Geschäftsergebnis beeinflusst.¹⁶⁵⁶ Das trifft im Grundsatz auf die oberste, der Verwaltung direkt unterstellte Hierarchiestufe einer

¹⁶⁵⁰ VETTER, 18.

¹⁶⁵¹ Die Eintragung im Handelsregister ist nach Rechtsprechung und wohl herrschender Lehre unerheblich. Vgl. betreffend Ausscheiden aus dem Verwaltungsrat BGE 111 II 480 E. 2a, S. 484 f.; im Allgemeinen BÄRTSCHI, 97; GARBARSKI, 25 f. m.w.H.; BSK OR II-GERICKE/WALLER, Art. 754, N 11; a.M. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 N 3, 11.

¹⁶⁵² BSK OR II-GERICKE/WALLER, Art. 754, N 5; VETTER, 19; VON DER CRONE/CARBONARA/HUNZIKER, 39. Dazu gehören z.B. Direktoren und Geschäftsführer (BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 935).

¹⁶⁵³ Vgl. LAMBERT, 112; VETTER, 20, 154; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 29 N 60, gemäss denen dem Verhältnis i.d.R. ein Arbeitsvertrag zugrunde liegen dürfte.

¹⁶⁵⁴ VETTER, 153 ff.

¹⁶⁵⁵ BGE 146 III 37 E. 6.1, S. 43; BGE 128 III 29 E. 3a, S. 30; BGE 117 II 570 E. 3, S. 571; BGE 107 II 349 E. 5a, S. 353 f.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 16 N 38; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 19 N 18. Siehe indes zur ungültigen rechtsgeschäftlichen Vertretung einer Gesellschaft durch ein faktisches Organ SCHMIDT/BURCKHARDT, 126 ff.

¹⁶⁵⁶ BGE 128 III 29 E. 3c, S. 33; BÖCKLI, Aktienrecht, § 16 N 40; BSK OR II-GERICKE/WALLER, Art. 754, N 7; vgl. BGE 128 III 92 E. 3c, S. 95; STUTZ/VON DER CRONE, 263, gemäss denen die Wahrnehmung von Aufgaben, die den formellen Organen vorbehalten sind, entscheidend ist.

Gesellschaft zu – in der Regel die Direktion.¹⁶⁵⁷ Es sollte bei der Beurteilung indes nicht auf ein formelles Kriterium der Hierarchie abgestellt werden, zumal es durchaus sein kann, dass auch eine Person auf einer Hierarchiestufe unterhalb der Direktion dauerhaft organotypische Aufgaben wahrnimmt.¹⁶⁵⁸ Die Organstellung besteht so lange, wie die betreffende Person die Möglichkeit hat, Entscheide der Gesellschaft zu beeinflussen.¹⁶⁵⁹

cc) Vom Geltungsbereich erfasste Organe

Eine statutarische Regelung betreffend Loyalitätsdividenden ist *für alle Organe massgeblich*. In erster Linie dürften die formellen Organe der Aktiengesellschaft für deren Umsetzung verantwortlich sein. 844

Der Verwaltungsrat muss die vom gesetzlichen Grundsatz der Kapitalproportionalität abweichende Regelung zur Berechnung der Gewinnanteile im Rahmen der *Vorbereitung der Generalversammlung* berücksichtigen.¹⁶⁶⁰ Erstens muss sich der Antrag zur Festsetzung der Dividende am verwendbaren Eigenkapital und an der vorhandenen Liquidität orientieren.¹⁶⁶¹ Zweitens muss der Antrag bei Auszahlung einer Loyalitätsdividende den statutarischen Regeln zur Berechnung der Gewinnanteile entsprechen. Im Geschäftsbericht oder in der Einladung zur Generalversammlung muss somit einerseits die Dividendensumme angegeben werden und andererseits muss offengelegt werden, wie hoch die Dividende und die Loyalitätsdividende pro Aktie ausfällt.¹⁶⁶² Auf diese Weise wahrt der Verwaltungsrat die statutarische Regelung betreffend die Loyalitätsdividende im Vorfeld der Generalversammlung. Die Aktionäre haben dadurch die für eine unverfälschte Willens- 845

¹⁶⁵⁷ BGE 117 II 570 E. 3, S. 573; BÄRTSCHI, 103 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 N 5 f.; a.M. VOGEL, 614; vgl. BGE 128 III 29 E. 3a, S. 31, mit dem Hinweis, dass diese Frage in der Lehre umstritten sei, aber ohne Stellungnahme dazu.

¹⁶⁵⁸ Ebenso VETTER, 182 ff.

¹⁶⁵⁹ Vgl. BGE 111 II 480 E. 2, S. 484 (betreffend eine GmbH); BGE 112 V 1 E. I.2a, S. 5; BÖCKLI, Aktienrecht, § 16 N 45; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, N 769; PERREN, 151; VON DER CRONE/CARBONARA/HUNZIKER, 41.

¹⁶⁶⁰ Vgl. zur Pflicht zur Vorbereitung der Generalversammlung Art. 716a Abs. 1 Ziff. 6 OR.

¹⁶⁶¹ Das verwendbare Eigenkapital umfasst einerseits den Bilanzgewinn und andererseits die zur Ausschüttung bestimmten Reserven (Art. 675 Abs. 2 OR).

¹⁶⁶² Zu Beispielen im französischen Recht vgl. AIR LIQUIDE S.A., Avis de Convocation 2020, 14; ENGIE S.A., Brochure de Convocation 2018, 16; L'ORÉAL S.A., Brochure de convocation 2020, 16 f.; SODEXO S.A., Avis de Convocation 2020, 40 f.

bildung und Willenskundgabe erforderlichen Informationen bezüglich der Berechtigung zur Loyalitätsdividende.

- 846 Die Revisionsstelle muss die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden bei der *Prüfung des Dividendenantrags* berücksichtigen.¹⁶⁶³ Wird die Regelung betreffend Loyalitätsdividenden beim Dividendenantrag nicht berücksichtigt, obliegen der Revisionsstelle je nach Umfang der Revision bestimmte Anzeigepflichten. Bei einer ordentlichen Revision muss die Revisionsstelle die Statutenwidrigkeit des Dividendenantrags schriftlich dem Verwaltungsrat melden.¹⁶⁶⁴ Passt der Verwaltungsrat den Beschlussantrag nicht an, muss die Revisionsstelle die Generalversammlung schriftlich über den Verstoß gegen die Statuten informieren.¹⁶⁶⁵ Sie hat den Verwaltungsrat vorher anzuhören.¹⁶⁶⁶ Im Gegensatz dazu muss die Revisionsstelle bei einer eingeschränkten Revision die Statutenwidrigkeit des Dividendenantrags nicht gesondert melden.¹⁶⁶⁷ Sie muss die Statutenwidrigkeit einfach im Revisionsbericht erwähnen, weil der Dividendenantrag offensichtlich gegen die Statuten verstößt.¹⁶⁶⁸ Die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden ist somit für die Revisionsstelle im Rahmen ihrer Prüfungstätigkeit massgeblich.

¹⁶⁶³ Dieser Schritt entfällt, wenn die Gesellschaft gem. Art. 727a Abs. 2 OR auf die eingeschränkte Revision verzichtet hat (sog. *Opting-out*). Zur Prüfungspflicht vgl. Art. 728a OR (ordentliche Revision) und Art. 729a OR (eingeschränkte Revision).

¹⁶⁶⁴ Art. 728c Abs. 1 OR.

¹⁶⁶⁵ Vgl. Art. 728c Abs. 2 OR. Zum Erfordernis der Schriftlichkeit, das sich nicht aus dem Gesetzeswortlaut ergibt, BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 312; GRAU SCHÄR, 608; CR CO II-PETER/GENEQUAND/CAVADINI, Art. 728c, N 7; BSK OR II-WATTER/MAIZAR, Art. 728c, N 27; ferner MONTAVON, 96 f., gemäss dem die Form der Information im Ermessen der Revisionsstelle liege.

¹⁶⁶⁶ BÖCKLI, Revisionsstelle, N 415; vgl. BGE 133 III 453 E. 7.3, S. 458 f. m.w.H.; MONTAVON, 97. Auf die Anhörung kann verzichtet werden, wenn es mit Blick auf das bisherige Verhalten des Verwaltungsrats unwahrscheinlich ist, dass eine Korrektur erfolgt (BSK OR II-WATTER/MAIZAR, Art. 728c, N 26; a.M. BÖCKLI, Revisionsstelle, N 415).

¹⁶⁶⁷ Die Revisionsstelle hat bei der eingeschränkten Revision lediglich eine Anzeigepflicht, wenn die Gesellschaft offensichtlich überschuldet ist und der Verwaltungsrat die Anzeige unterlässt. Diesfalls ist die Meldung dem Gericht zu erstatten. Zum Gesagten siehe Art. 729c OR.

¹⁶⁶⁸ Es handelt sich mithin um einen Sachverhalt, aus dem zu schliessen ist, dass der Dividendenantrag nicht den Statuten entspricht. Der Sachverhalt ist vom Prüfungsumfang der eingeschränkten Revision erfasst und müsste somit bei der Stellungnahme zum Ergebnis der Prüfung Erwähnung finden. Vgl. hierzu Art. 729a Abs. 1 Ziff. 2 und Art. 729b Abs. 1 Ziff. 2 OR.

Die Generalversammlung muss die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden bei ihrem *Beschluss über die Verwendung des Bilanzgewinns* und die Festsetzung der Dividende berücksichtigen.¹⁶⁶⁹ Sie muss der Regelung betreffend Loyalitätsdividenden zudem beim Beschluss über die Festsetzung einer Zwischendividende Rechnung tragen, indem sie für langfristig beteiligte Aktionäre eine entsprechend höhere Zwischendividende festsetzt.¹⁶⁷⁰ Dabei finden die Bestimmungen über die Dividenden und insbesondere über die Berechnung der Gewinnanteile Anwendung.¹⁶⁷¹ Hat eine Gesellschaft eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden beschlossen, müssen kraft Verweises auch die Zwischendividenden in Abweichung des Prinzips der Kapitalproportionalität berechnet werden. Ab dem ersten Geschäftsjahr, in dem langfristig beteiligten Aktionären gemäss der statutarischen Regelung eine höhere Dividende ausbezahlt wird, müssen auch die Zwischendividenden entsprechend höher ausfallen. Setzt die Generalversammlung unter Missachtung der Statutenbestimmung beim Dividendenbeschluss keine Loyalitätsdividende fest, ist der Beschluss anfechtbar.¹⁶⁷² 847

Der Geltungsbereich der Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden erstreckt sich von Gesetzes wegen auf alle Organe. Es kommen jedoch nur den formellen Organen gesellschaftsrechtliche Befugnisse und Pflichten im Zusammenhang mit der Auszahlung von Dividenden zu. Sie sind deshalb *kraft körper-schaftlicher Rechtsbeziehung zur Gesellschaft* verpflichtet, eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden zu beachten. Demgegenüber haben die materiellen und faktischen Organe keine Befugnisse oder Pflichten im Zusammenhang mit der Prüfung oder der Festsetzung der Dividende. 848

5. Bindungswirkung für Dritte

Die Statuten entfalten im Grundsatz *keine Bindungswirkung gegenüber Drittpersonen* ausserhalb der Sozialsphäre der Gesellschaft. Der Inhalt der Statuten einer Aktiengesellschaft kann höchstens mittelbar für Drittpersonen von Bedeutung 849

¹⁶⁶⁹ Vgl. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 4 OR.

¹⁶⁷⁰ Vgl. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 5 und Art. 675a Abs. 1 E-OR NS 2020. Unter bisherigem Recht war die Zulässigkeit einer Ausrichtung von Zwischendividenden umstritten. Siehe hierzu CAMPOUNOVO/MOSER, 48; ZK-EBERLE/LENGAUER, Art. 728a OR, N 171 m.w.H.; TREUHAND-KAMMER, 239.

¹⁶⁷¹ Vgl. Art. 675a Abs. 3 E-OR NS 2020 mit Verweis auf Art. 660 Abs. 3 und Art. 661 OR.

¹⁶⁷² Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 1 OR.

sein.¹⁶⁷³ Dieser Grundsatz gilt auch für eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden. Ihr Regelungsgegenstand ist das körperschaftliche Recht des Aktionärs auf eine Dividende. Die gesellschaftsinterne Regelung betreffend Loyalitätsdividenden ist demnach in erster Linie für alle Aktionäre bindend. Sie vermittelt dem langfristig beteiligten Aktionär ein Recht auf eine verhältnismässig höhere Dividende und verpflichtet den kurzfristig beteiligten Aktionär zur Duldung der Berechnungsregel betreffend Gewinn- und Liquidationsanteil. Loyalitätsdividenden sind allenfalls mittelbar für Drittpersonen relevant, die aufgrund einer rechtsgeschäftlichen Beziehung zum Aktionär ein Recht auf die Dividende haben.¹⁶⁷⁴ Die Statutenklausel betreffend Loyalitätsdividenden entfaltet in solchen Konstellationen kraft vertraglicher Vereinbarung mit dem Aktionär und mithin nur mittelbar Wirkung gegenüber einem Dritten.

6. Bindungswirkung im Konzern

850 Die Bindungswirkung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden ist nach dem Gesagten beschränkt auf die Gesellschaft selbst, deren Organpersonen und deren Aktionäre. Es stellt sich deshalb die Frage, was innerhalb eines Konzerns gilt. Ein Konzernverhältnis liegt vor, wenn eine selbständige juristische Person eine oder mehrere andere selbständige juristische Personen kontrolliert, sei es erstens durch eine Mehrheit im obersten Organ, zweitens mittels direkten oder indirekten Rechts, die Mehrheit der Mitglieder des obersten Leitungsorgans zu bestellen oder abzurufen, oder sei es drittens aufgrund einer statutarisch oder vertraglich begründeten Möglichkeit, erheblichen Einfluss auszuüben.¹⁶⁷⁵ Nach dem heute im schweizerischen Recht vorherrschenden *Kontrollprinzip* genügt bereits die Möglichkeit der Einflussnahme zur Annahme eines Konzernverhältnisses.¹⁶⁷⁶ Das Kontrollprinzip wurde in der Gesetzgebung aber nur fragmentiert umgesetzt.¹⁶⁷⁷

¹⁶⁷³ Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 7 N 8; FREY, 52 ff.; VON GREYERZ, 104 f.; VON STEIGER, Aktiengesellschaft, 39. So kann z.B. ein Dritter einen mit der Gesellschaft geschlossenen Vertrag nicht durchsetzen, wenn dieser unter Missachtung der Zweckbestimmung in den Statuten abgeschlossen worden ist.

¹⁶⁷⁴ Z.B. der Nutzniesser im Falle von Aktien in Nutzniessung (BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 690, N 14) und der Pfandgläubiger im Falle einer Verpfändung der Wertpapiere (vgl. Art. 904 Abs. 1 OR).

¹⁶⁷⁵ Art. 963 Abs. 1 und 2 OR.

¹⁶⁷⁶ Vgl. z.B. Art. 963 Abs. 1 und 2 OR, Art. 728 Abs. 6 E-OR NS 2020; für weitere Beispiele VON DER CRONE/MONSCH, 453.

¹⁶⁷⁷ Das Leitungsprinzip kommt namentlich zur Geltung in Art. 963 Abs. 4 OR und Art. 13 MWSTG; für weitere Beispiele VON DER CRONE/MONSCH, 453.

Die Gesellschaftsstatuten beanspruchen grundsätzlich *keine Geltung gegenüber Konzerngesellschaften*. Andere Gesellschaften, die mit der Gesellschaft in einem Konzernverhältnis verbunden sind, werden von der Bindungswirkung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden ausnahmsweise erfasst, wenn sie zugleich Aktionärinnen dieser Gesellschaft sind.¹⁶⁷⁸ 851

7. Fazit

Der subjektive Geltungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden erstreckt sich in erster Linie auf die *Aktionäre*, unabhängig davon, ob sie seit der Gründung Mitglieder der Gesellschaft sind oder ihr später mittels originären oder derivativen Aktienerwerbs beigetreten sind. Die Statutenbestimmung entfaltet keine Wirkung gegenüber ausgetretenen Aktionären.¹⁶⁷⁹ 852

Darüber hinaus ist die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden massgeblich für die *Gesellschaftsorgane*. Es sind ausschliesslich die formellen Organe, denen im Zusammenhang mit der Festsetzung und Auszahlung von Dividenden gesellschaftsrechtliche Befugnisse und Pflichten zukommen. Die materiellen und faktischen Organe sind davon indes nicht betroffen.¹⁶⁸⁰ 853

D. Objektiver Geltungsbereich

1. Einleitung

Die Umschreibung des objektiven Geltungsbereichs ist *notwendiger Bestandteil* einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden. Es obliegt den Aktionären, festzulegen, ob eine Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre beschränkt wird auf die Auszahlung eines höheren Gewinnanteils oder inwieweit eine entsprechende Regelung auch für die Berechnung der Liquidationsanteile gelten soll. Zudem können die Statuten den objektiven Geltungsbereich der Regelung an sich auch auf andere Formen der Rückleistung von Gesellschaftsvermögen an die Aktionäre ausdehnen.¹⁶⁸¹ Der objektive Geltungsbereich ergibt sich folglich ausdrücklich oder implizit aus der statutarischen Regelung selbst. 854

¹⁶⁷⁸ Vgl. vorne Rz. 850.

¹⁶⁷⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 819 ff.

¹⁶⁸⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 844 ff.

¹⁶⁸¹ Vgl. vorne Rz. 757.

- 855 Von der Frage des objektiven Geltungsbereichs abzugrenzen ist die Frage, ob die Regelungen aus aktienrechtlicher Sicht zulässig sind. Darauf wird an anderer Stelle eingegangen.¹⁶⁸²

2. Auszahlung eines höheren Gewinnanteils

- 856 Sofern sich die statutarische Regelung – wie im Grundmodell vorgesehen – auf die *Ausrichtung einer höheren Dividende* beschränkt, sind andere Formen der Rückleistung von Gesellschaftsvermögen an die Aktionäre vom objektiven Geltungsbereich ausgeschlossen. Auf Aktien langfristig beteiligter Aktionäre wird in diesem Falle ein im Verhältnis zu kurzfristig beteiligten Aktionären höherer Anteil am Bilanzgewinn ausbezahlt.
- 857 Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden beansprucht *keine entsprechende Geltung bezüglich des Liquidationsanteils*. Das Recht auf das Liquidationsergebnis ist ein selbständiges vermögensmässiges Recht und insofern vom Recht auf Dividende abzugrenzen.¹⁶⁸³ Es hängt insoweit mit ihm zusammen, als sein Zweck darin liegt, den Aktionär am Wertzuwachs zu beteiligen, der bisher nicht im Rahmen einer Dividendenausschüttung ausbezahlt wurde.¹⁶⁸⁴ Man könnte deshalb von einer «Schlussdividende»¹⁶⁸⁵ sprechen. Das ist aber nur teilweise zutreffend, weil mit der Auszahlung eines Liquidationsanteils zusätzlich zu einer Gewinnausschüttung auch Kapital zurückbezahlt wird.¹⁶⁸⁶ Angesichts der Selbständigkeit des Rechts auf das Liquidationsergebnis darf bei einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden nicht ohne Weiteres darauf geschlossen werden, dass der Anteil am Liquidationserlös auch in Abweichung vom Prinzip der Kapitalproportionalität berechnet wird.
- 858 Es bedürfte einer ausdrücklichen *Ausdehnung des objektiven Anwendungsbereichs* auf den Liquidationsanteil, damit die langfristig beteiligten Aktionäre auch im Falle einer Liquidation gegenüber den kurzfristig beteiligten Aktionären begünstigt werden könnten. Die Statuten müssten demnach eine Klausel enthalten, wonach auf Aktien langfristig beteiligter Aktionäre ein höherer Anteil am Liquidationserlös ausbezahlt wird. Angesichts der zweifelhaften Eignung einer solchen

¹⁶⁸² Siehe hinten Rz. 861 ff.

¹⁶⁸³ Das zeigt sich bereits anhand der Gesetzessystematik. Das Recht auf Liquidationsanteil (Art. 660 Abs. 2 und Art. 745 Abs. 1 OR) ist in einem separaten Absatz und einer separaten Bestimmung geregelt (Art. 660 Abs. 1 OR).

¹⁶⁸⁴ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 N 99.

¹⁶⁸⁵ BSK OR II-NEUHAUS/BALKANYI, Art. 660, N 19.

¹⁶⁸⁶ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 N 99.

Begünstigung im Hinblick auf die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen wird hier aber nicht näher darauf eingegangen. Es genügt für die vorliegende Untersuchung die Feststellung, dass eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden nicht automatisch eine Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre im Rahmen einer Liquidation miteinschliesst.

E. Zeitlicher Geltungsbereich

Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden wird in der Regel mit 859 der *Eintragung ins Handelsregister* wirksam. Seit Januar 2021 werden Handelsregistereinträge mit dem Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung im SHAB wirksam.¹⁶⁸⁷ Die Statutenklausel beansprucht demnach ab dem Zeitpunkt der Eintragung ins Handelsregister Geltung *ex nunc*.

Vom zeitlichen Geltungsbereich der Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden ist die Frage abzugrenzen, ob die Statutenbestimmung in Bezug auf die Berechtigung auf einen *Sachverhalt in der Vergangenheit* abstellen darf.¹⁶⁸⁸ 860

III. Aktienrechtliche Zulässigkeit

Im vorstehenden Abschnitt wurde aufgezeigt, dass die Einführung von Loyalitätsdividenden in die Anordnungskompetenz der Gesellschaft fällt und dass es für das *gültige Zustandekommen* einer solchen Regelung einer statutarischen Grundlage bedarf. 861

Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden kann trotz gültigen Zustandekommens gegen *aktienrechtliche Vorschriften* verstossen. Sie ändert die körperschaftliche Rechtsbeziehung zwischen dem Aktionär und der Gesellschaft. Für die Umsetzung dieses Konzepts wird vorausgesetzt, dass die der Rechtsbeziehung zugrunde liegenden Regeln eine solche Änderung überhaupt zulassen. Es ist deshalb zu prüfen, ob die Einführung von Loyalitätsdividenden in die Statuten von Aktiengesellschaften und die damit verbundenen Wirkungen aus aktienrechtlicher Sicht zulässig sind. 862

¹⁶⁸⁷ Siehe vorne Rz. 806.

¹⁶⁸⁸ D.h., ob die Haltedauer vor der Einführung der Loyalitätsdividenden den Aktionären angerechnet wird bei der Ermittlung ihrer Berechtigung.

863 Zur Beurteilung der aktienrechtlichen Zulässigkeit wird in einem ersten Schritt in Erinnerung gerufen, inwieweit Aktionärsrechte die Gestaltungsfreiheit der Gesellschaften im Allgemeinen einschränken (A.). In einem zweiten Schritt wird auf diejenigen Aktionärsrechte eingegangen, die in Bezug auf Loyalitätsdividenden im Besonderen zu beachten sind. Es geht in erster Linie um das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten (B.) und das Verbot der Ungleichbehandlung der Aktionäre (C.).

A. Aktionärsrechte als Schranke der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit

1. Aktienrechtliche Gestaltungsfreiheit als Ausgangspunkt

864 Ausgangspunkt der Beurteilung der aktienrechtlichen Zulässigkeit ist das *Prinzip der Gestaltungsfreiheit*. Es beansprucht grundsätzlich im gesamten Gesellschaftsrecht und somit auch im Aktienrecht Geltung.¹⁶⁸⁹

865 Gleichzeitig gibt es im Aktienrecht einige *Schutzbestimmungen*, die bei der Ausgestaltung der Statuten berücksichtigt werden müssen. Es sind zum einen Bestimmungen zum Schutz der Aktionärsminderheit und zum anderen Bestimmungen zum Schutz von Dritten.¹⁶⁹⁰ Es wird deshalb im Folgenden untersucht, inwieweit eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden von diesen Vorschriften betroffen ist und was es bei ihrer Ausgestaltung aus aktienrechtlicher Sicht zu berücksichtigen gilt.

866 Der Schwerpunkt der Untersuchung der aktienrechtlichen Zulässigkeit liegt auf den *Bestimmungen zum Schutz der Aktionäre*, weil Loyalitätsdividenden in erster Linie innerhalb der gesellschaftsrechtlichen Sozialsphäre wirken und höchstens mittelbar Wirkungen gegenüber Dritten haben. In Bezug auf Organmitglieder gibt es im Aktienrecht keine besonderen Schutzbestimmungen. Soweit sie nicht selbst Aktionäre sind, werden ihre Rechte durch die Einführung von Loyalitätsdividenden auch nicht tangiert.

¹⁶⁸⁹ Vgl. vorne Rz. 281 ff.

¹⁶⁹⁰ Zu den Schutzbestimmungen vgl. statt vieler BÜHLER, *Zwingendes Aktienrecht*, 543 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 24 ff., 64 ff.; MEIER-HAYOZ/ FORSTMOSER/SETHE, § 11 N 7 f.

2. Kategorien von Aktionärsrechten

Es gibt in Bezug auf den *Schutz vor Abänderung* im Rahmen der gesellschafts-internen Beschlussfassung im Wesentlichen drei Kategorien von Rechten zum Schutz von Aktionären. Erstens gibt es sogenannte entziehbare Rechte. Die Aktionäre können sich insoweit darauf berufen, als sie ihnen nicht durch Mehrheitsbeschluss entzogen worden sind.¹⁶⁹¹ Zweitens gibt es unentziehbare, aber verzichtbare Rechte. Sie können den Aktionären nicht gegen ihren Willen entzogen werden.¹⁶⁹² Die Aktionäre können aber freiwillig auf die Geltendmachung verzichten. Eine Einschränkung ist nur zulässig, sofern die Aktionäre einstimmig darin einwilligen.¹⁶⁹³ Drittens gibt es zwingende Rechte. Sie sind unentziehbar und unverzichtbar und können dem Aktionär somit auch nicht mit seinem Willen entzogen werden.¹⁶⁹⁴

Je nach Kategorie unterscheiden sich die Bedingungen, unter denen *Einschränkungen von Aktionärsrechten* möglich sind. Entziehbare Rechte können unter Einhaltung der erforderlichen Beschlussquoten beschränkt werden.¹⁶⁹⁵ Die Beschränkung unentziehbarer, aber verzichtbarer Rechte ist nur zulässig, sofern sie auf einem einstimmigen Beschluss der Aktionäre basiert.¹⁶⁹⁶ Bei zwingenden Rechten führen Beschränkungen ungeachtet der Zustimmung der Aktionäre zu einer Rechtsverletzung.¹⁶⁹⁷

Die Einordnung der Rechte in Kategorien ist im Weiteren von Bedeutung im Hinblick auf die *Rechtsfolgen einer Verletzung*. Je nach Kategorie führt die Verletzung

¹⁶⁹¹ BÄR, Aktuelle Fragen, 506; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 N 3; KNOBLOCH, 61 f.; KUNZ, Minderheitenschutz, § 1 N 217; vgl. VON GREYERZ, 170 («entziehbar und beschränkbar»). Dazu gehört z.B. das Bezugsrecht, das aber immerhin nur aus wichtigen Gründen aufgehoben werden darf (Art. 652b OR). Es ist insoweit erschwert entziehbar (zu diesem Begriff siehe KNOBLOCH, 61).

¹⁶⁹² Zum Gesagten siehe BÄR, Aktuelle Fragen, 506; KNOBLOCH, 56 ff.; vgl. BÜHLER, Zwingendes Aktienrecht, 544; HERREN, 86.

¹⁶⁹³ Vgl. FREI, 69; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 96; ZK-TANNER, Art. 706b OR, N 46 m.H. auf das Beispiel des Ausschlusses der Gewinnstrebigkeit, der mittels einstimmigen Beschlusses möglich ist. Gemäss KNOBLOCH, 58, handelt es sich dabei um ein verzichtbares, aber unentziehbares Recht.

¹⁶⁹⁴ BÄR, Aktuelle Fragen, 506; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 110; KNOBLOCH, 44 ff.; FREI, 81 f.; VON BÜREN/BRÜTSCH, 652; VON GREYERZ, 172. Dazu gehören namentlich das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung, das Mindeststimmrecht und die Klagerechte (Art. 706b Ziff. 1 OR).

¹⁶⁹⁵ Vgl. KNOBLOCH, 61 f.

¹⁶⁹⁶ Vgl. VON BÜREN/BRÜTSCH, 653, Fn. 101; VON GREYERZ, 155.

¹⁶⁹⁷ Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 112; KNOBLOCH, 44.

eines Aktionärsrechts zur Anfechtbarkeit oder Nichtigkeit des umstrittenen Generalversammlungsbeschlusses, wobei die Anfechtbarkeit die Regel ist und die Nichtigkeit die Ausnahme.¹⁶⁹⁸ Nichtig ist ein Beschluss, wenn er gegen vom Gesetz zwingend gewährte, d.h. unverzichtbare Rechte verstösst.¹⁶⁹⁹

- 870 Ein Aktionärsrecht gilt als zwingend, wenn es mindestens überwiegend dem *Schutz öffentlicher Interessen* dient. Es geht aus dem Gesetz nicht eindeutig hervor, welche Rechte im vorgenannten Sinne zwingend sind.¹⁷⁰⁰ Immerhin liefert die Aufzählung von Aktionärsrechten, deren Verletzung zur Nichtigkeit des umstrittenen Beschlusses führt, gewisse Anhaltspunkte.¹⁷⁰¹ In allgemeiner Hinsicht gilt ein Aktionärsrecht als zwingend, wenn damit «derart gewichtige öffentliche Interessen verbunden sind, dass sie das ebenfalls öffentliche Rechtssicherheitsinteresse überwiegen»¹⁷⁰². Als zwingend und mithin unverzichtbar gilt ein Aktionärsrecht, wenn es nicht nur dem Schutz des betroffenen Aktionärs dient, sondern gleichzeitig dem Erhalt und dem Funktionieren der körperschaftlichen Struktur und somit überwiegend einem öffentlichen Interesse.¹⁷⁰³ In solchen Fällen sollen die Rechte nicht der Verfügungsfreiheit der Aktionäre unterliegen.¹⁷⁰⁴
- 871 Ein Aktionärsrecht gilt demgegenüber als unentziehbar, aber verzichtbar, wenn es nur dem *Schutz der Interessen der Aktionäre* dient.¹⁷⁰⁵ Über solche Rechte können die Aktionäre mittels Zustimmung zu einem das Recht verletzenden Beschluss oder Unterlassen der Anfechtung eines ohne ihre Zustimmung gefassten Beschlusses verfügen.¹⁷⁰⁶ Verstösst ein Generalversammlungsbeschluss gegen ein nicht ent-

¹⁶⁹⁸ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 86; vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 884, gemäss der die Vermutung bei einer Verletzung von Aktionärsrechten aus Gründen der Rechtssicherheit für die Anfechtbarkeit spricht.

¹⁶⁹⁹ Art. 706b Ziff. 1 OR; vgl. BÄR, Aktuelle Fragen, 506; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 96, § 39 N 112; KUNZ, Minderheitenschutz, § 1 N 208; SCHLUEP, 48.

¹⁷⁰⁰ KNOBLOCH, 45; KUNZ, Flexibilisierung, 32.

¹⁷⁰¹ Vgl. Art. 706b Abs. 1 OR. Dazu zählen Teilnahme-, Klage- und Kontrollrechte.

¹⁷⁰² BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 884.

¹⁷⁰³ BGE 114 II 57 E. 5b/bb m.H. auf das Beispiel des Stimmrechts; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 110 f.; FREI, 81 f., 102; VON STEIGER, Aktiengesellschaft, 207; vgl. BÖCKLI, Aktienrechtsrevision, 9; ZK-TANNER, Art. 706 OR, N 114.

¹⁷⁰⁴ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 110 ff.

¹⁷⁰⁵ Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 115; FREI, 94; ZK-TANNER, Art. 706b OR, N 106.

¹⁷⁰⁶ Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 116; VON STEIGER, Aktiengesellschaft, 207.

ziehbares, aber verzichtbares Recht, ist er anfechtbar.¹⁷⁰⁷ Ebenfalls anfechtbar sind Beschlüsse, die entziehbare Rechte beschränken und einen Mangel im Zustandekommen aufweisen.¹⁷⁰⁸

Die Rechtsnatur von Aktionärsrechten und daraus abgeleitet das Mass der Gestaltungsfreiheit sind durch *Auslegung* zu ermitteln. Die Frage der Rechtswidrigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses und die damit verbundenen Rechtsfolgen sind abhängig von der Rechtsnatur der Rechts, das davon tangiert wird. Diese Rechtsnatur muss durch Auslegung der betroffenen Gesetzesbestimmung bestimmt werden.¹⁷⁰⁹ Bevor darauf eingegangen werden kann, ob und inwieweit die Einführung von Loyalitätsdividenden die Aktionärsrechte verletzt, wird im Folgenden dargelegt, welche Aktionärsrechte überhaupt als mögliche Schranken in Betracht zu ziehen sind. 872

3. In Bezug auf Loyalitätsdividenden zu beachtende Aktionärsrechte

a) *Kein ausdrückliches Verbot von Loyalitätsdividenden*

Es gibt im Gesetz *kein ausdrückliches Verbot* und keine ausdrückliche Beschränkung der Einführung von Loyalitätsdividenden. Vielmehr sind Aktiengesellschaften in Bezug auf die Gestaltung der Mitgliedschaftsverhältnisse im Grundsatz frei.¹⁷¹⁰ Das Gesetz sieht gar ausdrücklich vor, dass die Gesellschaften mittels einer Statutenbestimmung von der Berechnung der Gewinnanteile nach der Kapitalproportionalität abweichen können.¹⁷¹¹ 873

b) *Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten*

Eine Regelung betreffend Loyalitätsdividenden könnte aber gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten verstossen, soweit mit der Ausrichtung einer höheren Dividende Verpflichtungen verbunden sind. Es ist aber zu berücksichti- 874

¹⁷⁰⁷ BÄR, Aktuelle Fragen, 506; BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 239; VON BÜREN/BRÜTSCH, 653; VON STEIGER, Aktiengesellschaft, 207.

¹⁷⁰⁸ BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 9a; vgl. ZK-TANNER, Art. 706 OR, N 95 f. Das ist beispielsweise der Fall, wenn der Beschluss nicht mit der erforderlichen Mehrheit zustande gekommen ist.

¹⁷⁰⁹ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 7 N 13; KUNZ, Gesellschaftsrecht, 34; VON GREYERZ, 170 f.

¹⁷¹⁰ Vgl. vorne Rz. 283.

¹⁷¹¹ Vgl. den Wortlaut von Art. 661 OR vorne in Fn. 1523.

gen, dass die Aktiengesellschaft eine kapitalbezogene Kapitalgesellschaft ist.¹⁷¹² Im Vordergrund steht in einer Aktiengesellschaft die Kapitaleinlage der Aktionäre und nicht deren Persönlichkeit.¹⁷¹³ So sind die *Mitgliedschaftspflichten beschränkt* auf die Leistung der Einlage.¹⁷¹⁴ Die körperschaftliche Regelung der Mitgliedschaftsverhältnisse ist insofern beschränkt, als die Einführung zusätzlicher Pflichten für Aktionäre grundsätzlich ausgeschlossen ist.¹⁷¹⁵ Die Einführung von Loyalitätsdividenden würde dazu führen, dass die Leistung der Einlage nicht genügt zur vollumfänglichen Geltendmachung des vermögensmässigen Rechts auf Dividende. Auf Aktien, deren Eigentümer nicht seit mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen ist, würde eine geringere Dividende ausgerichtet.¹⁷¹⁶ Will der Aktionär sein Recht auf Dividende im Zusammenhang mit einer Aktie vollumfänglich geltend machen, müsste er die Aktie während mindestens zwei Jahren halten. Diese faktische Verpflichtung oder Obliegenheit und die Berücksichtigung einer persönlichen Komponente – der Haltedauer – könnten in Konflikt stehen zur Kapitalbezogenheit und zum Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten.¹⁷¹⁷ Es ist deshalb zu untersuchen, ob die Einführung von Loyalitätsdividenden mit dem Grundsatz der Kapitalbezogenheit und dem Nebenleistungsverbot vereinbar ist.

c) Sachlichkeitsgebot

875 Im Weiteren ist bei der Einführung von Loyalitätsdividenden das *Sachlichkeitsgebot* zu berücksichtigen. Werden Aktionärsrechte beschränkt oder entzogen, darf die Einschränkung nicht in unsachlicher Weise erfolgen.¹⁷¹⁸ Als unsachlich in diesem Sinne gilt eine Beeinträchtigung, die sich unter Berücksichtigung vernünftiger

¹⁷¹² Vgl. Art. 620 Abs. 1 OR, der nunmehr von einer Kapitalgesellschaft statt einer Gesellschaft spricht und somit die Kapitalbezogenheit betont; demgegenüber Art. 772 Abs. 1 OR («personenbezogene Kapitalgesellschaft»).

¹⁷¹³ BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2007, 1606; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 2 N 23; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 30; vgl. etwa BGE 91 II 298 E. 6b, S. 307.

¹⁷¹⁴ Art. 680 Abs. 1 OR. Siehe vorne Rz. 121.

¹⁷¹⁵ Vgl. vorne Rz. 127 ff.

¹⁷¹⁶ Vgl. vorne Rz. 756 ff.

¹⁷¹⁷ Vgl. VOGT, Aktionärsdemokratie, 135, gemäss dem das Verbot statutarischer Aktionärspflichten bei der Prüfung der Zulässigkeit statutarisch begründeter erhöhter Dividenden für im Aktienbuch eingetragene oder ihr Stimmrecht ausübende Aktionäre zu berücksichtigen ist. Zur Frage, inwieweit es sich um eine Verpflichtung oder eine Obliegenheit handelt, siehe im Einzelnen hinten Rz. 891.

¹⁷¹⁸ BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 166 f.; vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR.

wirtschaftlicher Überlegungen nicht durch die Interessen der Gesellschaft rechtfertigen lassen, sondern der Gewährung unsachlicher Vorteile für eine bestimmte Aktionärsgruppe dient.¹⁷¹⁹ Die Mehrheit der Aktionäre darf ihre Stimmenmacht nicht dazu verwenden, zweckwidrige, d.h. nicht im Interesse der Gesellschaft liegende Ziele durchzusetzen.¹⁷²⁰

Das Kriterium der Unsachlichkeit ist somit *subjektiv gefärbt*. Es muss geprüft werden, unter welchen Motiven die Aktionärsmehrheit den Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden gefasst hat,¹⁷²¹ mithin, ob der fragliche Beschluss materiell legitimiert ist.¹⁷²² Ein Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden ist materiell legitimiert, wenn er die Förderung und Begünstigung der Gesellschaftsinteressen zum Ziel hat. Mit anderen Worten ist eine Erweiterung des Rechts auf Dividende zulasten eines Teils der Aktionäre zulässig, wenn sie nicht bloss der Verfolgung persönlicher Ziele der Aktionärsmehrheit dient.¹⁷²³ 876

d) Gleichbehandlungsgebot

Zudem ist bei der Einführung von Loyalitätsdividenden zu berücksichtigen, dass im Aktienrecht der *Grundsatz der relativen Gleichbehandlung* der Aktionäre gilt.¹⁷²⁴ Differenzierungen unter den Aktionären sind in einer Aktiengesellschaft die Regel, jedoch muss nach einem gleichen Massstab differenziert werden. Vor dem Hintergrund der kapitalbezogenen Struktur der Aktiengesellschaft ist dieser gleiche Massstab in der Regel die Kapitalbeteiligung.¹⁷²⁵ Entsprechend bemessen sich die vermögensmässigen Rechte grundsätzlich nach dem Anteil des Aktionärs am Kapital.¹⁷²⁶ Von diesem Grundsatz darf nur abgewichen werden, wenn 877

¹⁷¹⁹ BGer 4C.242/2001, Urteil vom 05.03.2003, E. 4.1; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 87.

¹⁷²⁰ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 25.

¹⁷²¹ Zum Gesagten siehe BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 12 f.

¹⁷²² VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 17 N 1173.

¹⁷²³ Vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 884; BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 167.

¹⁷²⁴ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3, Art. 717 Abs. 2 OR; in Bezug auf die Einführung erhöhter Dividenden für im Aktienbuch eingetragene oder ihr Stimmrecht ausübende Aktionäre VOGT, Aktionärsdemokratie, 135.

¹⁷²⁵ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 51 ff.; vgl. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, 15b m.H. darauf, dass im Bereich der Informationsrechte eine absolute Gleichbehandlung und nicht eine in Bezug auf die Kapitalbeteiligung relative Gleichbehandlung gelte; HUGUENIN JACOBS, 31 f.

¹⁷²⁶ Art. 660 Abs. 1, Art. 661 und Art. 745 OR; BGer 4C.242/2001, Urteil vom 05.03.2003, E. 3.1.

die Abweichung sachlich, d.h. durch das Gesellschaftsinteresse¹⁷²⁷, gerechtfertigt ist, mithin eine verhältnismässige Massnahme zu dessen Förderung ist.¹⁷²⁸ Mit der Einführung von Loyalitätsdividenden würde das Recht auf Dividende nicht mehr ausschliesslich nach der Kapitalbezogenheit bemessen. Es ist deshalb aufzuzeigen, ob und inwieweit die Einführung von Loyalitätsdividenden den Anforderungen des Gleichbehandlungsgebots genügen.¹⁷²⁹

- 878 Die Beurteilung der sachlichen Rechtfertigung erfolgt nach einem *objektiven Massstab*. Die Benachteiligung muss sachlich geboten sein, d.h. im Gesellschaftsinteresse liegen, und zudem ein verhältnismässiges Mittel zum angestrebten Zweck darstellen, d.h. geeignet, erforderlich und verhältnismässig i.e.S. sein. Die Motive des Beschlusses sind nicht von Bedeutung.¹⁷³⁰

e) Rechtsmissbrauchsverbot

- 879 Und schliesslich darf die Einführung von Loyalitätsdividenden nicht gegen das Rechtsmissbrauchsverbot verstossen. Ein Mehrheitsentscheid im Aktienrecht ist i.S.v. Art. 2 Abs. 2 ZGB rechtsmissbräuchlich, wenn er sich nicht durch *vernünftige wirtschaftliche Erwägungen* rechtfertigen lässt, Sonderinteressen der Mehrheit grundlos bevorzugt und die Interessen der Minderheit offensichtlich beeinträchtigt. Das Rechtsmissbrauchsverbot dient nicht der Durchsetzung von Sonderanliegen der Minderheit. Die Aktionäre unterwerfen sich mit ihrem Beitritt zur Gesellschaft der Mehrheitsmacht der Aktionäre. Ein Gericht hat einzuschreiten, wenn die Mehrheit ihre Macht mit Blick auf die Interessen der Minderheit offensichtlich missbraucht.¹⁷³¹

¹⁷²⁷ Zur Diskussion des Begriffs «Gesellschaftszweck» in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR siehe sogleich hinten Rz. 952 ff.

¹⁷²⁸ Vgl. BGE 117 II 290 E. 6b/bb, S. 312 («un moyen approprié pour atteindre un but justifié»); zum niederländischen Recht vgl. Hoge Raad der Nederlanden 07/11510 (CW 2516), Urteil vom 14.12.2007, E. 3.3; ferner zum analogen Kriterium in Bezug auf die Zulässigkeit von Loyalitätsstimmrechten Rechtbank Amsterdam C13678130/KG ZA 20–17, Urteil vom 26.02.2020, E. 4.4.

¹⁷²⁹ Siehe im Einzelnen hinten Rz. 936 ff.

¹⁷³⁰ Zur Bedeutung der Motive bei der Prüfung der Unsachlichkeit einer Einschränkung von Aktionärsrechten vgl. vorne Rz. 876. Zum Ganzen vgl. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 15.

¹⁷³¹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 578.

f) *Einschränkung der Untersuchung*

Die Untersuchung wird im Folgenden eingeschränkt auf die Prüfung der Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit dem *Nebenleistungsverbot* und dem *Gleichbehandlungsgebot*. Die Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit dem Sachlichkeitsgebot wird im Rahmen der Prüfung des Gleichbehandlungsgebots untersucht. Die Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit dem Rechtsmissbrauchsverbot wird auf der Grundlage des Fazits des ersten Teils dieser Arbeit als gegeben erachtet.¹⁷³² 880

Auf eine separate Prüfung der Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit dem subjektiv gefärbten *Kriterium der Sachlichkeit* gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR wird aus zwei Gründen verzichtet: Erstens darf in der Regel vermutet werden, dass das Motiv hinter dem Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden die Förderung des Gesellschaftsinteresses ist. Das ihm zugrunde liegende Ziel ist die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Diese Zielsetzung liegt im Gesellschaftsinteresse und ist insoweit materiell legitim.¹⁷³³ Sofern dem Beschlussantrag keine anderslautende Erklärung zugrunde liegt, die auf unsachliche Motive schliessen lässt, darf vom Inhalt des Beschlusses betreffend Loyalitätsdividenden auf das Vorliegen sachlicher Motive geschlossen werden.¹⁷³⁴ Zweitens muss die Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit dem Sachlichkeitsgebot in objektiver Hinsicht ohnehin im Rahmen der Prüfung der sachlichen Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung untersucht werden.¹⁷³⁵ Die Einführung von Loyalitätsdividenden hat immer eine relative Rechtsbeschränkung zur Folge. Kurzfristig beteiligte Aktionäre werden gegenüber langfristig beteiligten Aktionären trotz gleicher Kapitalbeteiligung benachteiligt. Diese Ungleichbehandlung ist nur zulässig, wenn sie sachlich gerechtfertigt werden kann. Vor diesem Hintergrund ist es ausgeschlossen, dass ein Richter im Zusammenhang mit Loyalitätsdividenden lediglich das subjektiv gefärbte Kriterium der Unsachlichkeit prüfen muss.¹⁷³⁶ Es wird deshalb im Fol- 881

¹⁷³² Zu den wirtschaftlichen Auswirkungen von Loyalitätsdividenden vgl. vorne Rz. 644 ff.

¹⁷³³ Siehe vorne Rz. 563.

¹⁷³⁴ Unsachliche Motive lägen z.B. vor, wenn der Beschluss ausschliesslich der Verfolgung persönlicher Interessen der Mehrheit dient statt dem Gesellschaftsinteresse.

¹⁷³⁵ Vgl. BÄCHLER/VON DER CRONE, 314; demgegenüber HGer ZH, Urteil vom 26.07.2012, in: ZR 2012, E. 8, S. 312, in dem eine nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung unter die Tatbestände von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR subsumiert wird.

¹⁷³⁶ Die Rüge des allfälligen Klägers dürfte sich nicht auf Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR beschränken, sondern stets auf Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR erstrecken.

genden nicht separat geprüft, ob die Einführung von Loyalitätsdividenden in unsachlicher Weise Rechte von Aktionären entzieht oder beschränkt.

- 882 Es wird ausserdem auf eine gesonderte Prüfung der Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit dem Rechtsmissbrauchsverbot verzichtet. Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen basieren auf *vernünftigen wirtschaftlichen Überlegungen*. Sie wollen das Problem der Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt lösen, das sich negativ auf die langfristige Wertschöpfung von Unternehmen auswirken kann. Finanzielle Anreize für langfristig beteiligte Aktionäre können dazu beitragen, dass künftige Erträge weniger stark abgezinst werden. Das ermöglicht es den Gesellschaften, eine langfristige, nachhaltige Geschäftsstrategie zu verfolgen. Das wiederum trägt zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts von Gesellschaften bei.¹⁷³⁷ Die Einführung von Loyalitätsdividenden folgt somit vernünftigen wirtschaftlichen Überlegungen. Eine gesonderte Prüfung der Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit dem Rechtsmissbrauchsverbot ist somit nicht erforderlich.
- 883 Vor dem Hintergrund des Gesagten wird nachfolgend zweierlei geprüft: Erstens wird untersucht, ob und unter welchen Voraussetzungen Loyalitätsdividenden mit dem Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten zu vereinbaren sind. Zweitens wird die Zulässigkeit von Loyalitätsdividenden vor dem Hintergrund des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots, einschliesslich der Rechtfertigung der Ungleichbehandlung vor dem Hintergrund des Sachlichkeitsgebots, geprüft.

B. Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten

1. Ausgestaltung des Nebenleistungsverbots

a) Allgemeines

- 884 Die Einführung von Loyalitätsdividenden könnte in Konflikt zum Verbot statutarischer *Nebenleistungspflichten* stehen.¹⁷³⁸ Es ist deshalb zunächst in Erinnerung zu rufen, welche Nebenleistungen und Belastungen des Aktionärs aufgrund des Nebenleistungsverbots zulässig oder unzulässig sind.

¹⁷³⁷ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 551 ff.

¹⁷³⁸ Vgl. Art. 680 Abs. 1 OR. Dieser Meinung von DER CRONE/MOHASSEB, 793.

b) Adressatenkreis

Das Nebenleistungsverbot richtet sich an die *Generalversammlung* und die *Leitungsorgane* der Gesellschaft. Das Gesetz besagt, dass die Aktionäre auch durch die Statuten nicht zu Nebenleistungspflichten, d.h. zu mehr als zur Leistung des Ausgabebetrags, verpflichtet werden dürfen.¹⁷³⁹ Das bedeutet zugleich, dass dem Aktionär auch mittels einfachen Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschlusses keine weiteren Pflichten auferlegt werden dürfen.¹⁷⁴⁰ Die Norm richtet sich somit an diejenigen Organe, welche die Aktionäre in ihrer körperschaftlichen Stellung belasten können. Es sind dies die Generalversammlung und der Verwaltungsrat der Gesellschaft. 885

c) Inhalt und Schranken

Das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten verbietet die Einführung sämtlicher zusätzlicher Pflichten. Es kommt ihm eine *umfassende Tragweite* zu. Das bedeutet zum einen, dass der Aktionär weder mit über den Liberierungsbetrag hinausgehenden vermögensmässigen noch mit nicht vermögensmässigen Pflichten belastet werden darf. Zum anderen beschränkt sich das Verbot nicht auf zusätzliche Leistungspflichten, sondern umfasst auch zusätzliche Unterlassungspflichten.¹⁷⁴¹ 886

Das entscheidende Kriterium zur Beurteilung der Zulässigkeit einer statutarischen Regelung im Lichte des Nebenleistungsverbots ist das Kriterium der *Risikoneutralität*. Führt eine Regelung zu einer Belastung der Aktionäre, mit der eine Erhöhung des wirtschaftlichen Risikos der Aktionäre einhergeht, ist sie unzulässig. Es ist unerheblich, ob es sich dabei um eine Verpflichtung im eigentlichen Sinne oder um eine anderweitige Belastung, z.B. eine Obliegenheit, handelt. Beides muss vor dem Hintergrund der Risikoneutralität als unzulässig erachtet werden. Im Weiteren ist unerheblich, ob die Belastung tatsächlicher oder rechtlicher Natur ist.¹⁷⁴² 887

¹⁷³⁹ Art. 680 Abs. 1 OR.

¹⁷⁴⁰ Siehe vorne Rz. 172. Dafür spricht der Wortlaut von Art. 680 Abs. 1 OR, der mit dem Partikel «auch» vor «durch die Statuten» zum Ausdruck bringt, dass neben den Statuten auch weitere Akte, welche die Aktionäre zu Nebenleistungen verpflichten können, davon erfasst sind.

¹⁷⁴¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 127 ff.

¹⁷⁴² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 168.

d) Rechtsfolge im Falle eines Verstosses

888 Eine Statutenbestimmung, die mit einer tatsächlichen oder rechtlichen Erhöhung des Risikos einhergeht, ist *nichtig*. Die Konversion der Bestimmung in eine sondervertragliche Verpflichtung der Aktionäre ist nur möglich, sofern die Aktionäre ihre Zustimmung auch bei Kenntnis der Nichtigkeit gegeben hätten und die vertragliche Verpflichtung einen ähnlichen Zweck und Erfolg hat wie die nichtige statutarische Bestimmung.¹⁷⁴³

2. Loyalitätsdividenden und Nebenleistungsverbot

889 Um zu ermitteln, ob Loyalitätsdividenden gegen das Nebenleistungsverbot verstossen, wird an die Auslegung von Art. 680 Abs. 1 OR im Rahmen der Diskussion um die Treuepflicht der Aktionäre angeknüpft. Die Bestimmung dient generell dem *Schutz vor zusätzlichen Verpflichtungen* und der Wahrung der *Verkäuflichkeit* und freien Handelbarkeit der Aktien. Im Einzelnen soll das Nebenleistungsverbot die Minderheitsaktionäre davor schützen, dass ihnen gegen ihren Willen weitere Pflichten auferlegt werden. Sie soll verhindern, dass die Veräußerlichkeit der Aktien gegen den Willen der Aktionäre – gegenwärtige und zukünftige – erschwert wird. Und sie soll sicherstellen, dass die Aktien möglichst frei handelbar sind, damit ein funktionierender Aktienverkehr gewährleistet ist.¹⁷⁴⁴ Im Folgenden wird auf die Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit dem Schutz vor ungewollten Verpflichtungen und dem Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien eingegangen.

a) Loyalitätsdividenden und der Schutz vor ungewollten Verpflichtungen

aa) Keine rechtliche Verpflichtung der Aktionäre

890 Gemäss Art. 680 Abs. 1 OR sollen den Aktionären gegen ihren Willen keine über die Liberierungspflicht hinausgehende Leistungspflichten auferlegt werden. Der Begriff der Leistungspflicht umfasst *positive und negative Leistungspflichten*.¹⁷⁴⁵ Die Einführung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden führt nicht zu einer Verpflichtung in diesem Sinne.

891 Die Einführung einer Loyalitätsdividende begründet *keine vollstreckbare positive Leistungspflicht* des Aktionärs. Eine Loyalitätsdividende ist eine Abkehr vom Prin-

¹⁷⁴³ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 175 f.

¹⁷⁴⁴ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 159 ff.

¹⁷⁴⁵ Siehe vorne Rz. 135 f.

zip der Kapitalproportionalität bei der Berechnung der Gewinnanteile. Auf Aktien, deren Eigentümer während einer statutarisch bestimmten Zeit als Aktionär im Aktienbuch eingetragen ist, wird eine im Verhältnis zum Kapitalanteil höhere Dividende ausbezahlt.¹⁷⁴⁶ Im Umkehrschluss wird auf Aktien, deren Eigentümer erst während einer kürzeren Frist als Aktionär im Aktienbuch eingetragen ist, eine im Verhältnis zum Kapitalanteil tiefere Dividende ausbezahlt. Der Aktionär hat stets die Wahl, ob er sich ins Aktienbuch eintragen und seine Aktien während einer bestimmten Frist halten will. Selbst wenn die Loyalitätsdividende erst ausbezahlt wird, wenn der Aktionär erklärt, er habe die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung gehalten, entsteht dadurch höchstens eine Obliegenheit.¹⁷⁴⁷ Der Nachteil besteht in der verhältnismässig tieferen Dividende. Loyalitätsdividenden begründen demnach keine vollstreckbare positive Leistungspflicht des Aktionärs.¹⁷⁴⁸

Loyalitätsdividenden begründen auch *keine vollstreckbare negative Leistungspflicht* des Aktionärs. Die Aktionäre sind nach der Einführung von Loyalitätsdividenden nicht verpflichtet, eine bestimmte Tätigkeit oder Handlung zu unterlassen. Insbesondere sind sie nicht gebunden, von einer Veräusserung ihrer Beteiligung abzusehen. Man könnte geltend machen, der Aktionär sei nach der Einführung einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden verpflichtet, darauf beruhende Beschlüsse nicht gerichtlich anzufechten, sondern gegen sich gelten zu lassen. Es handelt sich dabei aber nicht um eine durchsetzbare körperschaftliche Verpflichtung des Aktionärs, künftige Beschlüsse betreffend die Verteilung des Bilanzgewinns sowie die Festsetzung der Dividende zu dulden und eine Anfechtung zu unterlassen. Der Aktionär, der sich gleichwohl mittels Anfechtungsklage gegen einen (Loyalitäts-)Dividendenbeschluss wehrt, geht aber das Risiko ein, dass die Klage abgewiesen wird – vorausgesetzt, die Einführung von Loyalitätsdividenden ist überhaupt zulässig. Eine Leistungspflicht im negativen Sinne, d.h. eine Unterlassungs- oder Duldungspflicht, wird aber mit der Einführung von Loyalitätsdividenden nicht begründet. 892

¹⁷⁴⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 756 ff.

¹⁷⁴⁷ Vgl. zu dieser Auffassung im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164.

¹⁷⁴⁸ Vgl. zum niederländischen Recht TIMMERMAN, E. 3.61, gemäss dem Loyalitätsdividenden keine Leistungspflicht i.S.v. Art. 2:81 BW/NE begründen. Die Bestimmung ist quasi gleichlautend wie Art. 680 Abs. 1 OR.

bb) Faktische Verpflichtung der Aktionäre?

- 893 Die Einführung von Loyalitätsdividenden begründet je nach Anschauung eine *faktische Verpflichtung* der Aktionäre.¹⁷⁴⁹ Man könnte argumentieren, die Loyalitätsdividende auferlege den Aktionären eine tatsächliche Verpflichtung, indem diese, sofern sie die maximale Dividendenrendite ausschöpfen wollen, «verpflichtet»¹⁷⁵⁰ sind, sich ins Aktienbuch einzutragen und ihre Mitgliedschaft langfristig aufrechtzuerhalten. Die Loyalitätsdividende könnte als faktisches Hindernis für eine Veräusserung der Beteiligung qualifiziert werden, indem sie die Handlungsfreiheit der Aktionäre einschränkt.¹⁷⁵¹ Zudem könnten die Eintragung des Aktionärs ins Aktienbuch sowie die erforderliche Erklärung hinsichtlich der wirtschaftlichen Berechtigung gegenüber der Gesellschaft ebenso als faktische Verpflichtung qualifiziert werden. Eine irgendwie geartete faktische Verpflichtung wäre unzulässig, wenn sie das wirtschaftliche Risiko des Aktionärs erhöhen würde.¹⁷⁵²
- 894 Meines Erachtens begründet die Einführung von Loyalitätsdividenden keine unzulässige faktische Verpflichtung der Aktionäre, zumal sie *keine Beeinträchtigung der Willensbildung* der Aktionäre zur Folge hat. Das Inaussichtstellen einer höheren Dividende beeinträchtigt die Aktionäre nicht in tatsächlicher Hinsicht in ihrem Entscheid, ihre Mitgliedschaft aufrechtzuerhalten.¹⁷⁵³ Loyalitätsdividenden mögen einen Anreiz dafür setzen, dass sich die Aktionäre im Rahmen ihrer Willensbildung eher für das Aufrechterhalten statt für die Veräusserung ihrer Beteiligung entscheiden.¹⁷⁵⁴ Die beiden Varianten im Rahmen der Willensbildung – Aufrechterhalten gegenüber Veräusserung – bleiben aber unverändert bestehen. Die Aktionäre können sich immer noch aus freiem Willen dafür entscheiden, ihre Beteiligung nicht langfristig zu halten und damit auf die Loyalitätsdividende zu

¹⁷⁴⁹ Vgl. BSK OR II-VOGT, Art. 680, N 10b, der höhere Dividenden für während einer bestimmten Zeit im Aktienbuch eingetragene Aktionäre unter dem Gesichtspunkt von Art. 680 Abs. 1 OR als heikel erachtet; ebenso DERS., Aktionärsdemokratie, 135 ff.

¹⁷⁵⁰ Im Sinne einer Einschränkung der Handlungsfreiheit.

¹⁷⁵¹ Vgl. BÜCHLER/VON DER CRONE, 262, welche die Einschränkung der Handlungsfreiheit der Aktionäre im Zusammenhang mit statutarischen Schiedsklauseln als Pflicht i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR qualifizieren. Zum Zusammenhang zwischen faktischen Hindernissen und der Aufrechterhaltung einer Beziehung zu einer Organisation gemäss dem Modell von HIRSCHMAN vgl. vorne Rz. 48.

¹⁷⁵² Vgl. vorne Rz. 167.

¹⁷⁵³ Zur verneinten rechtlichen Verpflichtung der Aktionäre durch Loyalitätsdividenden vgl. vorne Rz. 890 ff.

¹⁷⁵⁴ Vgl. vorne Rz. 646 f.

verzichten. Es kann deshalb im Zusammenhang mit Loyalitätsdividenden nicht von einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre gesprochen werden.

Man könnte entgegenhalten, Loyalitätsdividenden würden trotzdem zu einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre führen, indem sie deren Willensbetätigung, die Aktien zu veräußern, faktisch einschränken würden. Eine *Einschränkung der Willensbetätigung* wäre allenfalls dann gegeben, wenn Loyalitätsdividenden die Veräußerung einer Aktie erschweren würden. Nach einer Auffassung wirken sich Loyalitätsdividenden negativ auf die Liquidität des Aktienhandels aus.¹⁷⁵⁵ Die Erfahrungen mit Loyalitätsdividenden im französischen Recht sprechen aber gegen diese Auffassung. Loyalitätsdividenden scheinen sich nach den Erfahrungen in der französischen Unternehmenspraxis nicht negativ auf die Liquidität auszuwirken. Dieser Umstand wird aber bisweilen darauf zurückgeführt, dass die Privilegierung bei börsenkotierten Gesellschaften pro Aktionär auf einen verhältnismässig geringen Anteil am Aktienkapital beschränkt ist.¹⁷⁵⁶ Es kann deshalb nicht gesagt werden, Loyalitätsdividenden würden die Willensbetätigung der Aktionäre betreffend die Veräußerung ihrer Beteiligung einschränken. Insofern führt deren Einführung auch nicht zu einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre.

Selbst wenn Loyalitätsdividenden mit einer Abnahme der Liquidität einhergehen, begründen sie keine faktische Verpflichtung der Aktionäre, zumal daraus nicht ohne Weiteres auf eine Erhöhung des wirtschaftlichen Risikos geschlossen werden kann. Es ist zwar – trotz fehlender empirischer Belege – nicht unwahrscheinlich, dass die Privilegierung langfristiger Aktionäre mit Loyalitätsdividenden einen *beruhigenden Effekt auf den Handel* haben kann. Das ist unter anderem ein Zweck von Loyalitätsdividenden. Eine faktische und risikoerhöhende Verpflichtung der Aktionäre begründet dieser Effekt aber aus drei Gründen nicht. Erstens ist ein beruhigender Effekt auf den Handel auch für die Aktionäre nicht zwingend nachteilig, soweit das Handelsvolumen im Kapitalmarkt übermässig ist. Aus gesamtgesellschaftlicher Sicht sollte deshalb nicht eine maximale Liquidität, sondern eine optimale Liquidität angestrebt werden.¹⁷⁵⁷ Zweitens könnte eine Abnahme der Liquidität nicht eindeutig auf die Einführung von Loyalitätsdividenden zurückgeführt werden. Die Liquidität wird durch viele verschiedene Umstände beein-

¹⁷⁵⁵ Vgl. VON DER CRONE/MOHASSEB, 793, welche die Liquidität allerdings nicht mit dem Nebenleistungsverbot in Verbindung bringen; zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2014/15, 31789, Nr. 64, 23.

¹⁷⁵⁶ In Frankreich ist die Auszahlung von Loyalitätsdividenden in der Höhe von 10% der ordentlichen Dividende pro Aktionär beschränkt auf 0,5% des gesamten Aktienkapitals. Siehe vorne Fn. 1925.

¹⁷⁵⁷ Vgl. vorne Rz. 65.

flusst.¹⁷⁵⁸ Es liesse sich folglich auch nicht eindeutig nachweisen, dass die Einführung von Loyalitätsdividenden – sofern sie überhaupt einen Einfluss auf die Liquidität hat – das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre erhöht. Und drittens hat der Aktionär trotzdem stets die Möglichkeit, seine Beteiligung zu veräussern. Die Möglichkeit, im Markt einen Nachfrager zu finden, wird ihm durch die Einführung einer Loyalitätsdividende nie entzogen.

- 897 Im Weiteren sind auch die Obliegenheiten des Aktionärs zur Eintragung ins Aktienbuch und zur Offenlegung der wirtschaftlichen Berechtigung an den Aktien keine unzulässigen faktischen Verpflichtungen. Sie dienen lediglich dem *Schutz vor Umgehungen* des Regelungszwecks von Loyalitätsdividenden und tragen mithin zu deren Wirksamkeit bei.¹⁷⁵⁹ Sie führen indessen nicht zu einer Steigerung des wirtschaftlichen Risikos der Aktionäre.
- 898 Zusammenfassend kann deshalb gesagt werden, dass die Einführung von Loyalitätsdividenden den Aktionären grundsätzlich keine faktische Verpflichtung auferlegt – weder zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung noch in anderer Weise. Der Aktionär kann sich trotz der Einführung von Loyalitätsdividenden aus freiem Willen für oder gegen eine Veräusserung entscheiden und diesen Willen auch betätigen – auch bei abnehmender Liquidität. Selbst wenn Loyalitätsdividenden mit einer Abnahme der Liquidität korrelieren, begründet das noch *keine Kausalität* zu einer Erhöhung des wirtschaftlichen Risikos der Aktionäre. Auch Obliegenheiten zur Offenlegung der wirtschaftlichen Berechtigung an den Aktien oder zur Eintragung ins Aktienbuch erhöhen das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre nicht. Kann der Zusammenhang zu einem erhöhten wirtschaftlichen Risiko nicht nachgewiesen werden, begründen Loyalitätsdividenden auch keine unzulässige faktische Nebenleistungspflicht. Es rechtfertigt sich meines Erachtens deshalb nicht, die Einführung von Loyalitätsdividenden vor dem Hintergrund der eingeschränkten Leistungspflicht der Aktionäre grundsätzlich zu verbieten.
- 899 Ausnahmsweise könnten Loyalitätsdividenden eine faktische Verpflichtung der Aktionäre begründen, wenn sie die Liquidität der Aktie nachweislich senken und mit einer *Einschränkung der freien Handelbarkeit* der Aktien einhergehen würden.

¹⁷⁵⁸ Die Liquidität hängt massgeblich davon ab, ob die Beteiligungspapiere der betroffenen Gesellschaft an der Börse kotiert sind (vgl. vorne Rz. 1). Im Weiteren wird sie beeinflusst durch die Marktkapitalisierung, mehrere Aktienkategorien, Transaktionskosten und andere Übertragungshindernisse wie z.B. die Vinkulierung. Vgl. hierzu BOTSCHAFT BEHG 1993, 1374; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 49 f.; ferner zum Problem der geringen Marktkapitalisierung GRUNDLEHNER, 30.

¹⁷⁵⁹ Siehe vorne Rz. 737.

Aufgrund der Wahrscheinlichkeit einer höheren Volatilität laufen die Aktionäre in solchen Fällen Gefahr, ihre Aktien zu einem Ausreisserkurs veräußern zu müssen, wenn sie ihre Beteiligung nicht oder nicht im bisherigen Umfang aufrechterhalten wollen.¹⁷⁶⁰ Dieser Umstand könnte als erhöhtes wirtschaftliches Risiko der Aktionäre ausgelegt werden. Man könnte in diesem Fall argumentieren, Loyalitätsdividenden führten zu einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre, ihre Aktien nicht zu veräußern und ihre Mitgliedschaft aufrechtzuerhalten. Der Nachweis der Kausalität zwischen der Einführung der Loyalitätsdividenden und der Abnahme der Liquidität und der Zunahme des wirtschaftlichen Risikos der Aktionäre dürfte aber schwierig zu erbringen sein.

Es wäre hilfreich, wenn die Auswirkungen von Loyalitätsdividenden auf die Liquidität weiter untersucht würden.¹⁷⁶¹ Es ist anzunehmen, dass die Auswirkungen von Loyalitätsdividenden auf die Liquidität geringer ausfallen, wenn die Privilegierung pro Aktionär beschränkt wird auf einen bestimmten Prozentsatz des gesamten Aktienkapitals. Solange nicht nachgewiesen ist, dass Loyalitätsdividenden eine negative und zugleich das Risiko der Aktionäre steigernde Wirkung auf die Liquidität haben, ist in der Einführung von Loyalitätsdividenden kein Verstoß gegen das Nebenleistungsverbot zu sehen. Im Sinne der Vorsichtigkeit dürfte es de lege lata empfehlenswert sein, Loyalitätsdividenden pro Aktionär auf einen tiefen einstelligen Prozentsatz des gesamten Aktienkapitals zu beschränken.¹⁷⁶²

cc) Zwischenfazit

Nach der hier vertretenen Auffassung begründen Loyalitätsdividenden *keine rechtliche oder faktische Verpflichtung* der Aktionäre i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR.¹⁷⁶³ Der Zweck des Schutzes vor ungewollten Verpflichtungen wird nicht verletzt. Das Nebenleistungsverbot schließt demnach die Einführung von Loyalitätsdividenden nicht grundsätzlich aus. Diese Erkenntnis gründet auf der verbreiteten und in Be-

¹⁷⁶⁰ Zu diesem Risiko vgl. HENCKEL VON DONNERSMARCK, 48 f.; zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2014/15, 31789, Nr. 64, 23; DE BEURS, 15.

¹⁷⁶¹ Es ist zu hoffen, dass der Bericht zum Postulat RK-S (18.4092) auch in diesem Punkt Klarheit schafft.

¹⁷⁶² Zur Schwierigkeit der angemessenen Beschränkung der Privilegierung im niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 5 f., in dem beispielhaft eine Beschränkung der Privilegierung pro Aktionär auf 0,5% des gesamten Aktienkapitals genannt wird. Zur entsprechenden Regelung im französischen Recht siehe vorne Fn. 1939.

¹⁷⁶³ Im Ergebnis gleicher Meinung JUNG, Loyalitäts- und Aktivitätsprämien, 119 f.; a.M. VON DER CRONE/MOHASSEB, 793.

zug auf die Zulässigkeit von statutarischen Vorkaufsrechten verwendeten Definition der Leistungspflicht.¹⁷⁶⁴ Gegebenenfalls muss die Privilegierung pro Aktionär beschränkt werden, um eine allfällige – zurzeit nicht nachgewiesene – negative Auswirkung von Loyalitätsdividenden auf die Liquidität oder auf das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre zu verhindern.

- 902 Es ist aber zu berücksichtigen, dass die Leistungspflicht i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR bisweilen auch anders beurteilt wird. Die Lehre ist gegenüber der Zulässigkeit von Loyalitätsdividenden vor dem Hintergrund des Nebenleistungsverbots zum Teil kritisch eingestellt.¹⁷⁶⁵ Beurteilt man die Einführung von Loyalitätsdividenden als Leistungspflicht, verstösst sie gegen Art. 680 Abs. 1 OR, wenn sie per Mehrheitsbeschluss und somit gegen den Willen einer Minderheit der Aktionäre eingeführt wird.¹⁷⁶⁶ Beruht der Beschluss aber auf der *Zustimmung aller Aktionäre*, bleibt dieser Normzweck des Schutzes der Aktionäre vor ungewollten Verpflichtungen gewahrt.¹⁷⁶⁷ Das Nebenleistungsverbot ist in Bezug auf den Teilgehalt des Aktionärschutzes ein unentziehbares, aber verzichtbares Recht. Das bedeutet vorerst – d.h. unter dem Vorbehalt der Vereinbarkeit mit dem Teilgehalt des Schutzes der freien Handelbarkeit der Aktie –, dass die Aktionäre mit Einstimmigkeitsbeschluss darüber verfügen können.¹⁷⁶⁸
- 903 Die Zustimmung aller Aktionäre kann in *unterschiedlichen Konstellationen* vorliegen. Zum einen wird der Teilgehalt des Schutzes der Aktionäre vor ungewollten Verpflichtungen gewahrt, wenn die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden bereits in den Gründungsstatuten enthalten ist.¹⁷⁶⁹ Diesfalls liegt die Zu-

¹⁷⁶⁴ Vgl. vorne Rz. 167.

¹⁷⁶⁵ Vgl. vorne Rz. 884 Fn. 1738.

¹⁷⁶⁶ Vgl. NAEGELI, 100, 103 f. m.w.H.

¹⁷⁶⁷ Zum umfassenden Minderheitenschutz durch das Einstimmigkeitserfordernis vgl. BGE 131 III 459 E. 5.2, S. 462 (im Rahmen einer Stockwerkeigentümergeinschaft); BRUNNER-DOBLER, 91 (im Rahmen eines Fusionsbeschlusses); KUNZ, Minderheitenschutz, § 1 N 216; ferner FORSTMOSER/KÜCHLER, ABV, N 992 (jeweils im Rahmen von Aktionärsbindungsverträgen).

¹⁷⁶⁸ Vgl. VGer SG B 2015/323, Urteil vom 29.06.2017, E. 2.2.2, gemäss dem mit der Zustimmung aller Aktionäre zu einer asymmetrischen Dividendenzahlung vom Prinzip in Art. 660 OR abgewichen werden kann; zur Zulässigkeit einer statutarischen Treuepflicht KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 36; DERS., Statuten, 71 bei und in Fn. 114; zum deutschen Recht vgl. WEBER-REY/REPS, 628; zum Einstimmigkeitserfordernis Kurzkomm. AktG/DE-KOCH, § 60, N 8.

¹⁷⁶⁹ Vgl. KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 36; DERS., Statuten, 71 bei und in Fn. 114 (jeweils bzgl. statutarischer Treuepflichten); KLÄY, 340 m.w.H. (bzgl. statutarischer Vinkulierungsklauseln); i.E. auch BÄR, Aktuelle Fragen, 505, gemäss dem Abweichun-

stimmung aller Gründungsaktionäre vor.¹⁷⁷⁰ Im Falle der nachträglichen Einführung von Loyalitätsdividenden wird der Teilgehalt gewahrt, wenn alle an der Gesellschaft beteiligten Aktionäre der Einführung zustimmen.¹⁷⁷¹ Der Schutz zukünftiger Aktionäre vor ungewollten Verpflichtungen wird sichergestellt, indem sich diese mit ihrem Beitritt zur Gesellschaft freiwillig deren statutarischen Ordnung unterwerfen. Die Verpflichtung zu einer von der Kapitalproportionalität abweichenden Berechnung der Gewinnanteile erfolgt somit nicht gegen den Willen der beitretenden Aktionäre.¹⁷⁷²

Loyalitätsdividenden auferlegen den Aktionären nach hier vertretener Auffassung *keine zusätzlichen Pflichten* und wahren deshalb den Schutz vor ungewollten Verpflichtungen. Sollte man Loyalitätsdividenden entgegen dieser Auffassung als eine Leistungspflicht begründend qualifizieren, bedürfte es der Zustimmung aller Aktionäre für deren Einführung. 904

b) Loyalitätsdividenden und der Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien

Der Zweck des Nebenleistungsverbots liegt im Weiteren in der *Gewährleistung der freien Handelbarkeit der Aktie*. Eine möglichst freie Handelbarkeit dient der Beschränkung des Risikos der Aktionäre, indem sie ihnen eine Möglichkeit gibt, sich auf Wunsch von ihrer Beteiligung zu trennen. Sie dient zudem den öffentlichen Interessen, indem sie die Funktionsfähigkeit der Aktiengesellschaft gewährleistet.¹⁷⁷³ 905

Eine statutarische *Einschränkung* der freien Handelbarkeit der Aktie ist theoretisch innerhalb gewisser Schranken denkbar, soweit sie dem Schutz der Aktionäre dient.¹⁷⁷⁴ Es ist allerdings zu bedenken, dass der freien Handelbarkeit der Aktien im Aktienrecht eine wesentliche Bedeutung zukommt. Der Gesetzgeber lässt die Einschränkung der freien Handelbarkeit nur in einem eng umschriebenen Rahmen 906

gen vom Nebenleistungsverbot in den Gründungsstatuten möglich sind, sofern sie weder die Gläubigerinteressen noch die öffentlichen Interessen berühren.

¹⁷⁷⁰ Vgl. Art. 629 Abs. 1 OR.

¹⁷⁷¹ Vgl. KUNZ, Minderheitenschutz, § 8 N 36; DERS., Gesellschaftsrecht, 43; DERS., Statuten, 71 bei und in Fn. 114 (jeweils bzgl. statutarischer Treuepflichten i.S.v. Unterlassungspflichten).

¹⁷⁷² Vgl. KUNZ, Statuten, 71, Fn. 114 (bzgl. statutarischer Treuepflichten i.S.v. Unterlassungspflichten).

¹⁷⁷³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 160 ff.

¹⁷⁷⁴ Vgl. vorne Rz. 170.

zu.¹⁷⁷⁵ Die Gewährleistung einer möglichst uneingeschränkten Handelbarkeit der Aktie ist wichtig, weil der Aktionär kein Austrittsrecht hat.¹⁷⁷⁶ Die Veräusserung seiner Beteiligung ist deshalb faktisch die einzige Möglichkeit des Aktionärs, sich von der Gesellschaft zu trennen.¹⁷⁷⁷ Eine zu starke Einschränkung oder der Ausschluss der freien Handelbarkeit wäre aus aktienrechtlicher und persönlichkeitsrechtlicher Sicht unzulässig.¹⁷⁷⁸ Ein vollständiger Verzicht der Aktionäre auf die freie Handelbarkeit der Aktie ist deshalb nicht zulässig.

907 Eine Einschränkung der freien Handelbarkeit der Aktie ist aber letztlich ausgeschlossen, weil sie unter anderem *öffentlichen Interessen* dient. Regelungen, die überwiegend öffentlichen Interessen dienen, sind zwingend und insofern der gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsfreiheit entzogen.¹⁷⁷⁹ Das Nebenleistungsverbot dient mit der Gewährleistung der freien Handelbarkeit auch dem Funktionieren der Aktiengesellschaft an sich. Es handelt sich dabei deshalb um eine zwingende Bestimmung.¹⁷⁸⁰ Ein Verzicht auf die freie Handelbarkeit ist deshalb nicht möglich – selbst wenn er auf einem einstimmigen Beschluss beruht.

908 Es kann vor diesem Hintergrund bei Vereinbarkeit von Loyalitätsdividenden mit dem Nebenleistungsverbot nur darauf ankommen, ob Loyalitätsdividenden zu einer *tatsächlichen Einschränkung* der freien Handelbarkeit der Aktie führen oder nicht. Es ist für die Vereinbarkeit mit dem Grundsatz der freien Handelbarkeit un-

¹⁷⁷⁵ Vgl. Art. 685a ff. OR betreffend Vinkulierung, insb. Art. 685b Abs. 7 OR zur Vinkulierung nicht börsenkotierter Namenaktien; BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 824, 826, gemäss der die Beschränkung der Vinkulierungsmöglichkeiten ein wichtiges Revisionsanliegen war.

¹⁷⁷⁶ Siehe vorne Rz. 169.

¹⁷⁷⁷ In rechtlicher Hinsicht besteht zwar auch die Möglichkeit der Einreichung einer Auflösungsklage gem. Art. 736 Ziff. 4 OR. Sie ist aber an bestimmte formelle und materielle Voraussetzungen geknüpft (bestimmte Aktionärsminorität, Vorliegen eines wichtigen Grundes) und dürfte aufgrund der Dauer und des ungewissen Ausgangs des Zivilprozesses kaum ein wirksames Mittel für das Loslösen von einer Gesellschaft sein. Vgl. hierzu auch MEIER, N 322, Fn. 1089.

¹⁷⁷⁸ Zur aktienrechtlichen Unzulässigkeit vgl. Art. 627 Ziff. 8 bzw. Art. 684 Abs. 1 OR 1936, die auf die Zulässigkeit unveräusserlicher Aktien hinwiesen, jedoch im Zuge der Revision des Aktienrechts 1991 aufgehoben wurden; BÖCKLI, Aktienrecht, § 5 N 4. Zur persönlichkeitsrechtlichen Unzulässigkeit vgl. BIERI, N 31 bei und in Fn. 66.

¹⁷⁷⁹ Vgl. vorne Rz. 870.

¹⁷⁸⁰ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 223, gemäss dem statutarische Nebenleistungspflichten mit der Grundstruktur der Aktiengesellschaft unvereinbar sind; NAEGELI, 96 f., 102 f., 105, gemäss dem der Schutz vor Nebenleistungspflichten angesichts der öffentlichen Interessen kein subjektives Recht des Aktionärs ist; ferner VON GREYERZ, 163. Zum Gesagten vgl. auch vorne Rz. 127 ff.

erheblich, ob die Aktionäre der Einführung von Loyalitätsdividenden zugestimmt haben oder nicht.

Die freie Handelbarkeit einer Aktie wird im Wesentlichen von zwei Faktoren beeinflusst. Die Handelbarkeit einer Aktie erfordert zunächst, dass sie in *rechtlicher Hinsicht* ohne grössere Hindernisse von einem Aktionär auf den anderen übertragen werden kann. Die Handelbarkeit der Aktie als Wertpapier richtet sich nach den gesetzlichen und statutarischen Anforderungen.¹⁷⁸¹ Je höher diese Anforderungen sind, desto schwieriger wird die Übertragung der Aktien.¹⁷⁸² Rechtliche Einschränkungen der Übertragbarkeit von Aktien stehen grundsätzlich im Widerspruch zur kapitalbezogenen Grundstruktur der Aktiengesellschaft.¹⁷⁸³ Sie werden ausnahmsweise und unter bestimmten Voraussetzungen vom Gesetzgeber zugelassen.¹⁷⁸⁴ 909

Die freie Handelbarkeit der Aktie erfordert im Weiteren, dass sie auch in *tatsächlicher Hinsicht* auf möglichst einfache Art und Weise übertragen werden kann. Die Verwertbarkeit der Aktie kann aufgrund unterschiedlicher Umstände erschwert sein.¹⁷⁸⁵ Eine Beschränkung des Risikos der Aktionäre trägt zur Liquidität und somit zur Handelbarkeit der Aktie bei. Um auch die tatsächliche Verkäuflichkeit einer Aktie zu gewährleisten, sollten mit dem Erwerb auch keine unvorhersehbaren Pflichten verbunden sein. Das Risiko, das der Aktionär mit einer Mitgliedschaft eingeht, sollte deshalb bestimmbar sein.¹⁷⁸⁶ Aus diesem Grund darf die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden dem Verwaltungsrat auch kein Ermessen einräumen, weitere erschwerende Bedingungen zur Berechtigung einzuführen. Die Statuten müssen die Grundzüge der Regelung abschliessend bestimmen.¹⁷⁸⁷ 910

¹⁷⁸¹ Siehe in Bezug auf Namenaktien Art. 684 Abs. 1 OR.

¹⁷⁸² Vgl. MARTIN, Familie, 75.

¹⁷⁸³ Vgl. KLÄY, 11; SANWALD, Austritt, 257.

¹⁷⁸⁴ Zur Beschränkung der Übertragbarkeit von Gesetzes wegen siehe Art. 685 OR. Zur Beschränkung der Übertragbarkeit aufgrund der Statuten siehe Art. 685a ff. OR.

¹⁷⁸⁵ Dazu gehören namentlich das mit einer Mitgliedschaft verbundene Risiko, die Rendite, die Zukunftsaussichten sowie ein ungenügender Minderheitenschutz. Siehe hierzu VON GREYERZ, 17.

¹⁷⁸⁶ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 168.

¹⁷⁸⁷ Dazu gehören namentlich die Voraussetzungen des Anspruchs auf eine Loyalitätsdividende, Angaben zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zu Beginn und Ende der Berechtigung sowie zur Art und zum Mass der Berechtigung; siehe hierzu vorne Rz. 713 ff.

- 911 Die Einführung von Loyalitätsdividenden hat *keine Einschränkung der rechtlichen Übertragbarkeit* zur Folge. Loyalitätsdividenden gehen einher mit einer Abweichung vom Prinzip der Kapitalproportionalität bei der Berechnung der Gewinnanteile. Damit wird zwar das körperschaftliche Recht auf Dividende tangiert. Die Verfügungsbefugnis des Aktionärs bleibt von der Einführung von Loyalitätsdividenden aber unberührt. Das rechtliche Dürfen des Aktionärs in Bezug auf die Übertragung seiner Mitgliedschaft wird nicht eingeschränkt. In rechtlicher Hinsicht hat die Einführung von Loyalitätsdividenden somit keinen Einfluss auf die Übertragbarkeit der Aktie und mithin auf deren Handelbarkeit.
- 912 Es ist unklar, ob die Einführung von Loyalitätsdividenden eine *tatsächliche Einschränkung der Handelbarkeit* der Aktien zur Folge hat. Ein negativer Effekt auf die Handelbarkeit der Aktie könnte allenfalls vorliegen, wenn Loyalitätsdividenden die Attraktivität einer Mitgliedschaft in der Gesellschaft verringern und somit die Verkaufsmöglichkeiten für die Aktionäre mindern.¹⁷⁸⁸ Loyalitätsdividenden führen im Ergebnis zu einer Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären in Bezug auf das Recht auf Dividende.¹⁷⁸⁹ Das bedeutet, dass auf die Aktien, deren Eigentümer die Beteiligung neu erworben hat, während einer bestimmten Zeit eine geringere Dividende ausbezahlt würde als auf die Aktien, deren Eigentümer bereits langfristig im Aktienbuch eingetragen ist. Je grösser der Anteil ausbezahlter Loyalitätsdividenden am Gesamtbetrag der Ausschüttung im Verhältnis zur ordentlichen Dividende ist, desto stärker könnte eine allfällige negative Auswirkung auf die Handelbarkeit der Aktie sein. Entgegen einer in der Lehre vertretenen Auffassung zeigen die Erfahrungen im Ausland aber, dass sich Loyalitätsdividenden nicht nachteilig auf die Liquidität und somit auf die Handelbarkeit der Aktie auswirken.¹⁷⁹⁰
- 913 Ob und inwieweit Loyalitätsdividenden sich auf die Handelbarkeit der Aktie auswirken, hängt von der *konkreten Ausgestaltung im Einzelfall* ab. Einerseits ist es wahrscheinlich, dass die Einführung von Loyalitätsdividenden einen beruhigenden Einfluss auf den Aktienhandel hat. Soweit das Mass der Liquidität übermässig ist, ist dieser Effekt aber nicht zwingend nachteilig. Andererseits kann die Aussicht auf eine Privilegierung in der Zukunft die Attraktivität der Aktie für Aktionäre steigern, zumal sie ihnen eine im Vergleich zu kurzfristig beteiligten Aktionären hö-

¹⁷⁸⁸ Vgl. in Bezug auf statutarische Schiedsklauseln MEIER, N 328.

¹⁷⁸⁹ Genau genommen werden nicht langfristig beteiligte Aktionäre privilegiert, sondern Aktien, deren Eigentümer langfristig als solcher im Aktienbuch eingetragen ist. Siehe hierzu vorne Rz. 715 und 724.

¹⁷⁹⁰ Vgl. vorne Rz. 648.

here Dividendenrendite in Aussicht stellt. Angelehnt an die Erfahrungen im Ausland dürfte eine statutarische Regelung betreffend Loyalitätsdividenden nicht zu einer Einschränkung der Handelbarkeit der Aktie führen, wenn die Privilegierung pro Aktionär auf einen tiefen Anteil am Aktienkapital beschränkt wird. Ein Verstoss gegen den Teilgehalt von Art. 680 Abs. 1 OR, welcher der möglichst freien Handelbarkeit dient, wäre – zumindest in diesem Fall – nicht anzunehmen.

Hat die Einführung von Loyalitätsdividenden trotzdem eine nachteilige Auswirkung auf die Attraktivität der Mitgliedschaft in einer Gesellschaft, besteht die Wahrscheinlichkeit, dass damit auch die Handelbarkeit der Aktie beeinträchtigt wird. In diesem Falle würden Loyalitätsdividenden einen *Verstoss gegen den Gesetzeszweck* von Art. 680 Abs. 1 OR darstellen – unabhängig davon, ob der Beschluss zu deren Einführung einstimmig war oder nicht. Der Schutz der Aktionäre vor ungewollten Pflichten wird im Falle eines einstimmigen Beschlusses zwar nicht verletzt. Das ist aber in Bezug auf die freie Handelbarkeit der Aktie – den anderen Teilgehalt von Art. 680 Abs. 1 OR – nicht relevant. Weil die freie Handelbarkeit u.a. öffentlichen Interessen dient, können die Aktionäre nicht mittels Zustimmung darauf verzichten.¹⁷⁹¹ 914

3. Rechtsfolgen eines Verstosses

Folgt man – entgegen der hier vertretenen Meinung – der Auffassung, dass Loyalitätsdividenden gegen Art. 680 Abs. 1 OR verstossen, ist darzulegen, welche Rechtsfolgen ein solcher Verstoss nach sich zieht.¹⁷⁹² 915

a) *Nichtigkeit*

aa) Nichtigkeitsgrund

Nach fast einhelliger Auffassung in der Lehre führt ein Verstoss gegen das Nebenleistungsverbot als *Verstoss gegen eine zwingende Gesetzesbestimmung* pauschal zur Nichtigkeit der betroffenen Statutenbestimmung.¹⁷⁹³ Soweit man von einer 916

¹⁷⁹¹ Vgl. vorne Rz. 872.

¹⁷⁹² Das kann zum einen der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass Loyalitätsdividenden den Aktionären eine (faktische) Leistungspflicht auferlegen, vgl. vorne Rz. 907. Es kann zum anderen der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass Loyalitätsdividenden gegen den Grundsatz der freien Handelbarkeit der Aktie verstossen.

¹⁷⁹³ Siehe z.B. BÖCKLI, Aktienrecht, § 1 N 20; ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 13 f.; GERMAN, N 695; HAYMANN, 90 f.; NAEGELI, 106 f.; SANWALD, Austritt, 194; WÜRSCH, 115 f.

zwingenden Natur von Art. 680 Abs. 1 OR ausgeht, ist das schlüssig, zumal der Entzug oder die Beschränkung von zwingend gewährten Aktionärsrechten im Gesetz als Nichtigkeitsgrund aufgeführt ist.¹⁷⁹⁴ Demgegenüber wird auch die Auffassung vertreten, ein Verstoss führe – je nachdem, welcher Teilgehalt verletzt sei –, gegebenenfalls lediglich zur Anfechtbarkeit des Beschlusses betreffend die Statutenbestimmung. Demzufolge sei eine Statutenbestimmung, die «nur» gegen den Schutz der Aktionäre vor ungewollten Verpflichtungen verstosse, anfechtbar. Die Nichtigkeit der Bestimmung käme nur infrage, wenn der Grundsatz der freien Handelbarkeit der Aktie verletzt werde.¹⁷⁹⁵

- 917 Geht man von einem Verpflichtungscharakter von Loyalitätsdividenden aus, wäre eine entsprechende Statutenbestimmung nichtig, zumal das Nebenleistungsverbot diesfalls regelmässig in Bezug auf *beide Teilgehälte verletzt* sein dürfte. Die Einführung könnte als faktische Verpflichtung qualifiziert werden, wenn sie die Aktionäre zum langfristigen Aufrechterhalten ihrer Mitgliedschaft bewegt. Ist das der Fall, beeinträchtigt diese faktische Verpflichtung auch die Handelbarkeit der Aktie und somit die Liquidität. Die Einführung von Loyalitätsdividenden mittels Mehrheitsbeschluss verletzt nach dieser Auffassung nicht bloss den Schutz der Aktionärsminderheit vor ungewollten Verpflichtungen, sondern stets (auch) den Grundsatz der möglichst freien Handelbarkeit der Aktie. In Bezug auf diesen Teilgehalt ist Art. 680 Abs. 1 OR als zwingendes Recht ausgestaltet. Soweit Loyalitätsdividenden die freie Verkäuflichkeit der Aktie einschränken, ist die entsprechende Statutenbestimmung nichtig – unabhängig vom Vorliegen der Zustimmung der Aktionäre.
- 918 Wäre ein Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden als nichtig zu betrachten, wäre er *von Anfang an nicht rechtswirksam*. Die Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses besteht von Gesetzes wegen.¹⁷⁹⁶ Sie ist grundsätzlich nicht nachträglich heilbar.¹⁷⁹⁷ Nichtige Generalversammlungsbeschlüsse

¹⁷⁹⁴ Siehe Art. 706b Ziff. 1 OR; vgl. ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 14; SANWALD, Austritt, 194, für die sich die Nichtigkeit aus dem zwingenden Charakter der Bestimmung ergibt.

¹⁷⁹⁵ Siehe hierzu MEIER, 332 ff.

¹⁷⁹⁶ VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 17 N 1211.

¹⁷⁹⁷ BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706b, N 4. Ausnahmsweise vermag der Zeitablauf je nach Situation den Mangel zu heilen; siehe hierzu BGer 5C.143/2005, Urteil vom 02.02.2006, E. 2; vgl. auch KNOBLOCH, 53 f.; ZK-TANNER, Art. 706b OR, 186 ff.; ferner BGer 4A_331/2008, Urteil vom 15.09.2008, E. 2.2, betreffend die «konstitutive» Wirkung eines Handelsregistereintrags im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung; BGer 5A_482/2014, Urteil vom 14.01.2015, E. 5, sowie HGer ZH HG120081,

unterscheiden sich insofern von anfechtbaren Beschlüssen, als Letztere gültig sind und es unter Vorbehalt einer rechtzeitigen und erfolgreichen Anfechtung auch bleiben.¹⁷⁹⁸

bb) Verfahren

Die allfällige Nichtigkeit des Generalversammlungsbeschlusses betreffend Loyalitätsdividenden könnte auf unterschiedliche Weise zum Tragen kommen. Zunächst könnte sie in einem *gerichtlichen Verfahren* geltend gemacht werden. Die Nichtigkeit kann jederzeit von jedermann mittels Einwendung in einem beliebigen Verfahren vorgebracht oder selbständig mittels Feststellungsklage geltend gemacht werden.¹⁷⁹⁹ Unabhängig davon ist sie von Amtes wegen zu beachten.¹⁸⁰⁰ 919

Die allfällige Nichtigkeit einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden könnte aber auch bei der *Eintragung ins Handelsregister* geprüft werden. Der *Handelsregisterführer* muss die Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses ebenfalls von Amtes wegen prüfen. Seine Prüfungsbefugnis in Belangen des materiellen Rechts ist aber beschränkt. Er darf die Eintragung einer fraglichen Statutenbestimmung nach ständiger Rechtsprechung nur ablehnen, wenn sie gegen zwingende Gesetzesbestimmungen verstösst, die der Wahrung öffentlicher Interessen oder dem Schutz Dritter dienen. Weil die Abgrenzung im Einzelfall schwierig sein kann, ist die Eintragung nur dann zu verweigern, wenn sie offensichtlich und eindeutig rechtswidrig ist. Es genügt nicht, dass die Ablehnung auf einer ebenfalls vertretbaren Auslegung des Gesetzes beruht. Diesfalls muss die Beurteilung dem Gericht überlassen werden.¹⁸⁰¹ Es ist deshalb zumindest denkbar, dass der Han- 920

Urteil vom 16.01.2014, E. 3.2.3, betreffend die rechtsmissbräuchliche Geltendmachung aufgrund widersprüchlichen Verhaltens des Klägers.

¹⁷⁹⁸ BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706b, N 4; vgl. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, 24 ff.

¹⁷⁹⁹ BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706b, N 5; KNOBLOCH, 144; zur Beachtung der Nichtigkeit von Amtes wegen siehe BGE 64 II 150 E. 2, S. 152 f.

¹⁸⁰⁰ Vgl. BGE 100 II 384 E. 1, S. 387.

¹⁸⁰¹ Zum Gesagten siehe BGE 132 III 668 E. 3.1, S. 672; BGE 125 III 18 E. 3b, S. 21; BGE 117 II 186 E. 1, S. 188; BGE 114 II 68 E. 2, S. 70 f. Zur Kritik gegenüber der Einschränkung der Prüfungsbefugnis des Handelsregisterführers siehe BÄR, Kognitionsbefugnisse, 418 ff.; BÄR, Handelsregisterführer, 53 ff.; FORSTMOSER, Kognitionsbefugnis, 1 ff.; MEIER-SCHATZ, 450. Vgl. BSK OR II-ECKERT, Art. 940, N 24, gemäss dem die Einschränkung verhältnismässig ist, zumal eine Abweisung die Anmeldenden unmittelbar und einschneidend betrifft, während die Verletzung Dritter bloss hypothetisch ist.

delsregisterführer einem Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden die Eintragung verweigert.

- 921 Tatsächlich dürfte es in der Regel in der *Zuständigkeit des Richters* liegen zu prüfen, ob eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden nichtig ist oder nicht. Weil es dabei um eine Frage des materiellen Rechts geht anstelle einer formellen registerrechtlichen Voraussetzung, ist die Prüfungsbefugnis des Handelsregisterführers auf offensichtlich rechtswidrige Statutenbestimmungen beschränkt.¹⁸⁰² Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden ist aber nicht offensichtlich rechtswidrig. Vielmehr ist deren Zulässigkeit abhängig von der Ausgestaltung im Einzelfall. Je stärker die langfristig beteiligten Aktionäre privilegiert werden, desto wahrscheinlicher mag eine negative Auswirkung auf die Liquidität und somit die Handelbarkeit der Aktie sein. Erst wenn diese Auswirkungen nachgewiesen sind, wäre mit der Gewährleistung der freien Handelbarkeit ein im öffentlichen Interesse liegender Teilgehalt einer Gesetzesbestimmung verletzt.¹⁸⁰³ Um diese Auswirkungen nachzuweisen, sind komplexe rechtsökonomische Überlegungen erforderlich. Deren Einbezug liegt ausserhalb des Zwecks des Eintragungsverfahrens und übersteigt die Prüfungsbefugnis des Handelsregisterführers. Angesichts dieser komplexen Zusammenhänge kann eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden nicht offensichtlich rechtswidrig sein. Die Prüfung der Nichtigkeit der Einführung von Loyalitätsdividenden dürfte deshalb in der Regel dem Richter vorbehalten sein.
- 922 Ein Urteil, das die Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses festhält, entfaltet *Wirkung gegenüber jedermann*.¹⁸⁰⁴ Deshalb sind weitere Klagen gegen den entsprechenden Beschluss gegenstandslos.¹⁸⁰⁵
- 923 Soweit eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden als nichtig beurteilt wird, fällt sie spätestens mit der erfolgreichen Geltendmachung *ex tunc* dahin.¹⁸⁰⁶

¹⁸⁰² Vgl. vorne Rz. 920.

¹⁸⁰³ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 913.

¹⁸⁰⁴ BGer 4A_411/2008, Urteil vom 13.08.2010, in Anlehnung an Art. 706 Abs. 5 OR; vgl. in Bezug auf die Nichtigserklärung eines Vereinsbeschlusses BGer 4A_490/2009, Urteil vom 13.04.2010, E. 2.2.2.; RIEMER, Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage, N 304; ZK-TANNER, Art. 706b OR, N 155.

¹⁸⁰⁵ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 63.

¹⁸⁰⁶ Vgl. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 25; RIEMER, Riemer 2003, N 304; ZK-TANNER, Art. 706b OR, N 157; in Bezug auf eine nichtige Bestimmung in Vereinsstatuten vgl. BGE 97 II 108 E. 4, S. 115.

b) Konversion

Es ist deshalb zu prüfen, inwieweit die betroffene Statutenklausel im Sinne einer Konversion als *vertragliche Vereinbarung* zwischen der Gesellschaft und den zustimmenden Aktionären weiterbestehen kann.¹⁸⁰⁷ Dazu wird unter anderem vorausgesetzt, dass die vertragliche Vereinbarung als Ersatzgeschäft einen ähnlichen Zweck und Erfolg hat wie die nichtige Statutenbestimmung.¹⁸⁰⁸ 924

aa) Ähnliche Zwecksetzung

Dass mit einer vertraglichen Vereinbarung ein *ähnlicher Zweck* verfolgt wird, darf in der Regel angenommen werden. Eine Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre bei der Berechnung der Gewinnanteile soll Anreize für eine Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen schaffen – unabhängig davon, ob sie auf einer vertraglichen oder statutarischen Regelung beruht. Es dürfte der Konversion einer nichtigen Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden in eine vertragliche Vereinbarung – zumindest in dieser Hinsicht – nichts entgegenstehen. 925

bb) Unterschiedlicher Erfolg

Eine vertragliche Regelung betreffend die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre hat aber *nicht den gleichen Erfolg* wie eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden. 926

Der Erfolg ist zunächst nicht identisch in Bezug auf den *Wirkungskreis*. Eine statutarische Regelung betreffend Loyalitätsdividenden richtet sich an sämtliche an der Gesellschaft beteiligten Personen.¹⁸⁰⁹ Die Wirkung vertraglicher Vereinbarungen beschränkt sich demgegenüber auf die direkt am Vertrag beteiligten Parteien.¹⁸¹⁰ Im Falle einer nichtigen Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden kämen in erster Linie die Gründeraktionäre oder – im Falle einer nachträglichen Einführung – diejenigen Aktionäre infrage, die der Einführung zugestimmt haben. Nicht zustimmende Aktionäre oder später hinzutretende Aktionäre wären demnach nicht durch eine vertragliche Vereinbarung gebunden. Sie wären in Bezug auf das 927

¹⁸⁰⁷ Die vertragliche Vereinbarung wäre im Falle von Loyalitätsdividenden eine bedingte Berechtigung langfristig beteiligter Aktionäre auf Auszahlung einer verhältnismässig höheren Dividende.

¹⁸⁰⁸ Zu den Voraussetzungen der Konversion siehe vorne Rz. 175.

¹⁸⁰⁹ Siehe vorne Rz. 823 ff.

¹⁸¹⁰ Zur Relativität der Schuldverhältnisse siehe vorne Fn. 323.

Recht auf Dividende weder gegenüber den langfristig beteiligten zustimmenden Aktionären schlechter gestellt noch hätten sie ein bedingtes Recht auf eine höhere Dividende nach einer bestimmten Zeit.¹⁸¹¹ Der Erfolg einer vertraglichen Vereinbarung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre unterscheidet sich somit in Bezug auf den Wirkungskreis von einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden.

- 928 Angesichts des unterschiedlichen Wirkungskreises ist die Konversion einer statutarischen Regelung betreffend Loyalitätsdividenden ausgeschlossen. Es ist zwar lediglich erforderlich, dass die vertragliche Vereinbarung einen ähnlichen Erfolg hat wie die Statutenbestimmung, solange sie durch den *hypothetischen Willen* der Parteien getragen ist. Geringfügige Abweichungen im Wirkungskreis sind nicht per se ein Hindernis für die Konversion. Das gilt aber nur, sofern davon ausgegangen werden kann, dass die Aktionäre auch mit einem kleineren Wirkungskreis einverstanden gewesen wären, wenn sie um deren Nichtigkeit gewusst hätten. Das ist regelmässig zu verneinen, wenn die Zustimmung einzelner Aktionäre davon abhängt, dass sämtliche Aktionäre, sowohl gegenwärtige als auch zukünftige, von der Regelung erfasst sind.¹⁸¹² Die Aktionäre haben sich mit ihrer Zustimmung für die Einführung einer Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre mit körperchaftlichem Charakter und somit umfassendem Wirkungskreis ausgesprochen. Eine Konversion in eine vertragliche Regelung dürfte angesichts des eingeschränkten Wirkungskreises ausgeschlossen sein.

¹⁸¹¹ Langfristig beteiligte zustimmende Aktionäre wären gegenüber kurzfristig beteiligten zustimmenden Aktionären teilweise etwas bessergestellt, wenn es innerhalb des Kreises der zustimmenden Aktionäre zu Übertragungen von Aktien gekommen wäre. In diesem Falle würden die zustimmenden Aktionäre auf ihre langfristig gehaltenen Anteile im Verhältnis zu den kurzfristig gehaltenen Anteilen eine etwas höhere Dividende erhalten. Das folgende Beispiel veranschaulicht dies: Das Aktionariat einer Gesellschaft X besteht aus zwei dem Vertrag zustimmenden Aktionären A und B (je 25% des Aktienkapitals) und einem nicht zustimmenden Aktionär C (50% des Aktienkapitals). A verkauft B nach Abschluss des zweiten den Abschluss der Vereinbarung folgenden Geschäftsjahres einen Fünftel seiner Beteiligung, d.h. 5% am Aktienkapital. Im darauffolgenden Geschäftsjahr hat A nach Auszahlung der Dividende einen Anspruch auf einen Zuschlag auf die ordentliche Dividende auf sämtlichen Aktien (20% des Aktienkapitals), B demgegenüber nur auf denjenigen Teil, den er bereits seit zwei Jahren hält (25% des Aktienkapitals). Die Ansprüche gingen zulasten von B, der auf den kurzfristig gehaltenen Aktien einen Abschlag hinnehmen müsste. Insofern wären A und B im Ergebnis in Bezug auf ihre langfristig gehaltenen Anteile leicht bessergestellt als C, der mangels Zustimmung keinen entsprechenden Zuschlag bekäme.

¹⁸¹² Zum Gesagten siehe vorne Rz. 823 ff.

Selbst wenn eine vertragliche Vereinbarung trotz unterschiedlichen Wirkungskreises vom hypothetischen Willen der Aktionäre getragen wäre, wäre eine Konversion angesichts der *unterschiedlichen Wirkungsweise* gegenüber einer Statutenbestimmung ausgeschlossen. Eine vertragliche Regelung ändert nichts an der gesellschaftsrechtlichen Berechnung der Gewinnanteile anhand der Kapitalproportionalität. Abweichungen davon bedürfen stets einer statutarischen Grundlage. Das bedeutet, dass jeder Aktionär unabhängig von seiner Zustimmung einen Anspruch auf eine Dividende hat, die sich grundsätzlich nach dem Verhältnis des tatsächlich einbezahlten Aktienkapitals bemisst.¹⁸¹³ Eine vertragliche Vereinbarung würde aber nur Wirkung zwischen den zustimmenden Aktionären entfalten. Selbst wenn auch die Gesellschaft ein Teil der sondervertraglichen Vereinbarung wäre, können die unbeteiligten Aktionäre nicht durch diese Regelung zu einem Tun oder Unterlassen verpflichtet werden.¹⁸¹⁴ Eine vertragliche Vereinbarung über eine andere Verteilung der Dividenden würde den zustimmenden langfristig beteiligten Aktionären lediglich einen obligatorischen Anspruch gegen die zustimmenden kurzfristig beteiligten Aktionäre auf einen Zuschlag auf ihre ordentliche Dividende einräumen. Nicht zustimmende und neue kurzfristig beteiligte Aktionäre wären nicht verpflichtet, einen Abschlag auf ihrer Dividende hinzunehmen. Sie haben folglich auch keinen Anreiz, ihre Beteiligungen langfristig zu halten. Es ist deshalb nicht zu erwarten, dass eine vertragliche Regelung zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen beiträgt. Der Erfolg unterscheidet sich insofern auch in Bezug auf die Wirkungsweise von einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden. 929

Die Konversion einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden in eine vertragliche Regelung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre ist somit ausgeschlossen. Eine vertragliche Regelung hat einen anderen Wirkungskreis sowie eine andere Wirkungsweise und mithin einen anderen Erfolg als eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden. 930

4. Fazit

Im Sinne eines Ergebnisses kann zunächst festgehalten werden, dass Loyalitätsdividenden auf statutarischer Grundlage *keine Leistungspflicht* i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR begründen. Die Einführung von Loyalitätsdividenden ändert lediglich 931

¹⁸¹³ Vgl. Art. 660 Abs. 1 und Art. 661 OR. Bei Gesellschaften mit Vorzugsaktien (Art. 654 und 656 OR) wird ausnahmsweise von diesem Grundsatz abgewichen.

¹⁸¹⁴ Das käme einem unzulässigen Vertrag zulasten Dritter gleich (vgl. HINTZ-BÜHLER, 182).

die dispositive gesetzliche Regelung zur Berechnung der Dividenden nach der Kapitalproportionalität. Sie führt nicht zu einer rechtlichen Erschwerung der Aktionärsstellung und auch nicht – oder zumindest nicht zwingend – zu einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre zum langfristigen Aufrechterhalten der Beteiligung.¹⁸¹⁵ Selbst wenn dem so wäre, würde das wirtschaftliche Risiko des Aktionärs durch die Einführung von Loyalitätsdividenden nicht erhöht. Der Normzweck des Nebenleistungsverbots wird somit nicht verletzt.¹⁸¹⁶

- 932 Sofern ein *Verpflichtungscharakter* trotzdem bejaht wird, hängt die aktienrechtliche Zulässigkeit von Loyalitätsdividenden von der Ausgestaltung der Regelung im Einzelfall ab. Ein Verstoß gegen das Nebenleistungsverbot liegt in diesem Falle vor, wenn erstens nicht alle Aktionäre der Einführung von Loyalitätsdividenden zugestimmt haben oder zweitens die Regelung die Handelbarkeit der Aktien einschränkt. Es genügt für die Unzulässigkeit, wenn eine dieser Voraussetzungen nicht erfüllt ist. Schränken Loyalitätsdividenden die Handelbarkeit der Aktien ein, ändert die Zustimmung aller Aktionäre aber nichts an der Unzulässigkeit, zumal die Gewährleistung der freien Handelbarkeit im öffentlichen Interesse liegt und somit der Disposition der Aktionäre entzogen ist.¹⁸¹⁷ Stimmen die Aktionäre der Regelung mehrheitlich, aber nicht einstimmig zu, entfaltet die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden auch dann keine Rechtswirkung, wenn sie die Handelbarkeit der Aktien nicht einschränkt.¹⁸¹⁸
- 933 Geht man – entgegen der hier vertretenen Auffassung – von einem Verpflichtungscharakter von Loyalitätsdividenden aus, unterscheiden sich die *Rechtsfolgen* je nach Konstellation. Ist der Teilgehalt der Gewährleistung der freien Handelbarkeit verletzt, führt das zur Nichtigkeit der Statutenbestimmung, weil das Nebenleistungsverbot in dieser Hinsicht zwingend ist. Die Nichtigkeit ist von Amtes wegen zu berücksichtigen, kann aber auch von jedermann in einem gerichtlichen Verfahren geltend gemacht werden. Ist dieser Teilgehalt nicht verletzt, stimmen aber nicht

¹⁸¹⁵ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 901 ff.

¹⁸¹⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 189 ff.

¹⁸¹⁷ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 906.

¹⁸¹⁸ Diese Konstellation dürfte indes eher theoretischer Natur sein. Nach den Erkenntnissen dieser Arbeit dürften Loyalitätsdividenden höchstens insoweit einen Verpflichtungscharakter haben, als sie eine negative Auswirkung auf die Liquidität haben und dadurch das Risiko der Aktionäre erhöhen. Sollte dieser Zusammenhang wirklich nachgewiesen sein – was schwierig sein dürfte –, verletzen Loyalitätsdividenden zugleich den Teilgehalt der Gewährleistung der freien Handelbarkeit. Es ist deshalb unwahrscheinlich, dass der Verpflichtungscharakter bejaht, eine Einschränkung der freien Handelbarkeit aber verneint wird.

alle Aktionäre der Regelung zu, ist der Beschluss zur Einführung der Statutenbestimmung anfechtbar. Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden erwächst in diesem Falle nach Ablauf der zweimonatigen Anfechtungsfrist in Rechtskraft.¹⁸¹⁹

Wird eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden erfolgreich angefochten oder für nichtig erklärt, ist auch eine *Konversion ausgeschlossen*. Eine vertragliche Vereinbarung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre mag einen ähnlichen Zweck wie eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden verfolgen. Sie hat aber einen anderen Wirkungskreis als eine Statutenbestimmung, zumal sie nicht sämtliche gegenwärtigen und künftigen Aktionäre erfasst, sondern lediglich die zustimmenden Personen. Das Konzept kann aber nur funktionieren, wenn sämtliche Aktionäre vom Wirkungskreis erfasst sind. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die Aktionäre eine vertragliche Ersatzvereinbarung bei Kenntnis der Ungültigkeit der Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden nicht gewollt hätten. 934

Weil Loyalitätsdividenden nach dem hier vertretenen Modell keinen Verpflichtungscharakter aufweisen, verstossen sie nicht gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten gemäss Art. 680 Abs. 1 OR. 935

C. Verbot der Ungleichbehandlung

1. Ausgestaltung des Gleichbehandlungsgebots

Ein Generalversammlungsbeschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden könnte in Konflikt zum *Gleichbehandlungsgebot* stehen.¹⁸²⁰ Es ist deshalb zunächst in Erinnerung zu rufen, inwieweit das Aktienrecht Abweichungen vom Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre in Bezug auf das Recht auf Dividende zulässt. 936

¹⁸¹⁹ Vgl. Art. 706a Abs. 1 OR.

¹⁸²⁰ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR. Differenziert diesbezüglich DAENIKER, Loyalitätsaktien, 163, der festhält, das Gesetz schliesse eine Ungleichbehandlung allein aufgrund der Statuten – ohne Schaffung einer neuen Aktienkategorie – nicht aus; zum niederländischen Recht vgl. LENNARTS/KOPPERT-VAN BEEK, 173 f. m.H. auf ein Gerichtsverfahren, in dem die Klägerin diese Auffassung vertreten hat.

a) Allgemeines

- 937 Dem Grundsatz der Gleichbehandlung kommt auch im Aktienrecht eine grundlegende Bedeutung zu.¹⁸²¹ Er besagt, dass die Aktionäre einer Gesellschaft grundsätzlich ein *Recht auf Gleichbehandlung* haben. Der Grundsatz der Gleichbehandlung soll verhindern, dass bei Eingriffen in die Rechtsstellung der Aktionäre Einzelinteressen verfolgt oder Sondervorteile zugunsten einzelner Aktionäre geschaffen werden.¹⁸²²
- 938 Das Gleichbehandlungsgebot hat trotz uneinheitlicher gesetzlicher Regelung eine *einheitliche Bedeutung*. Es ist im Gesetz in zweierlei Hinsicht verankert: Zum einen sind gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR Beschlüsse der Generalversammlung anfechtbar, sofern sie eine nicht durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirken. Zum anderen muss der Verwaltungsrat die Aktionäre im Rahmen seiner Sorgfaltspflicht gemäss Art. 717 Abs. 2 OR unter gleichen Voraussetzungen gleich behandeln. Ungeachtet der unterschiedlichen Formulierung der Bestimmungen hat der Grundsatz der Gleichbehandlung eine einheitliche Bedeutung.¹⁸²³

b) Adressatenkreis

- 939 Der Gleichbehandlungsgrundsatz richtet sich entsprechend dem Wortlaut und der Systematik der gesetzlichen Regelung an zwei Organe: an die *Generalversammlung* und den *Verwaltungsrat*. Zudem sind auch die mit der Geschäftsleitung befassten Dritten Normadressaten. Die Bindung der Generalversammlung ergibt sich aus Art. 706 OR. Diese Bestimmung sieht ein Anfechtungsrecht gegen Beschlüsse der Generalversammlung vor, die eine nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirken. Die Bindung des Ver-

¹⁸²¹ BGer 4A_205/2008, Urteil vom 19.08.2018, E. 3.1 («principe fondamental»); vgl. BGE 131 III 459 E. 5.4.2, S. 464 f.; zur Bedeutung im gesamten Gesellschaftsrecht vgl. HUGUENIN JACOBS, 5 m.w.H.

¹⁸²² HUGUENIN JACOBS, 45.

¹⁸²³ Vgl. BGE 95 II 157 E. 9.a), S. 162, BGE 91 II 298, E. 2, S. 300, in denen implizit die Rede ist von einem (einheitlichen) Grundsatz der Gleichbehandlung, der in unterschiedlichen Gesetzesbestimmungen zum Ausdruck kommt; KNOBLOCH, 362 f.; a.M. BGer 4C.242/2001, Urteil vom 05.03.2001, E. 3.1, gemäss dem der Verwaltungsrat bei Beschlüssen, die bloss einen einzelnen oder wenige Aktionäre betreffen, nicht an die Grundsätze gebunden ist, die Lehre und Rechtsprechung für die Gleichbehandlung in Bezug auf Generalversammlungsbeschlüsse entwickelt haben.

waltungsrats und der Geschäftsleitung ergibt sich aus Art. 717 Abs. 2 OR, der die Sorgfaltspflicht der Leitungsorgane mit einer Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre ergänzt. Der einzelne Aktionär ist nicht Adressat des Gleichbehandlungsgebots, sofern ihm keine Organstellung zukommt oder er nicht ein öffentliches Kaufangebot i.S.v. Art. 125 ff. FinfraG unterbreitet.¹⁸²⁴

Der persönliche Schutzbereich des Gleichbehandlungsgebots erstreckt sich angesichts des Wortlauts der gesetzlichen Regelung in erster Linie auf *Aktionäre*.¹⁸²⁵ Bei einer systematischen Auslegung ergibt sich, dass unter bestimmten Voraussetzungen auch weitere Personen vom persönlichen Schutzbereich erfasst sind. *Partizipanten* sind aufgrund des Grundsatzes der vermögensrechtlichen Mindestgleichstellung mit den Aktionären gleichzubehandeln, soweit deren vermögensrechtliche Stellung tangiert ist.¹⁸²⁶ Sie dürften namentlich in Bezug auf das Recht auf Dividende und das Bezugsrecht nicht schlechtergestellt werden als die Aktionäre.¹⁸²⁷ Und schliesslich können sich auch *Wandel- und Optionsberechtigte* auf den Grundsatz der Gleichbehandlung berufen, wenn sie im Verhältnis zu den Aktionären beeinträchtigt werden.¹⁸²⁸ Keinen Anspruch auf Gleichbehandlung haben demgegenüber die Gläubiger einer Aktiengesellschaft.¹⁸²⁹

¹⁸²⁴ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 574.

¹⁸²⁵ Siehe den Wortlaut von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR («Beschlüsse, die eine Ungleichbehandlung [...] der *Aktionäre* bewirken.» [Hervorhebung hinzugefügt]) und Art. 717 Abs. 2 OR («Sie haben die *Aktionäre* unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.» [Hervorhebung hinzugefügt]); vgl. VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 15 N 746.

¹⁸²⁶ VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, N 853.

¹⁸²⁷ Art. 656f Abs. 1 und Art. 656g Abs. 3 OR.

¹⁸²⁸ Vgl. Art. 653d Abs. 2 OR.

¹⁸²⁹ Das Bundesgericht hat zwischenzeitlich einen Anspruch der Gläubiger auf Gleichbehandlung bejaht, wenn eine Sanierung praktisch aussichtslos erscheint (BGer 5C.29/2000, Urteil vom 19.09.2000, E. 4b/aa; vgl. BGer 4A_496/2010, Urteil vom 14.02.2011, E. 3.3, in dem das Vorliegen einer aussichtslosen wirtschaftlichen Situation aber abgelehnt wurde; krit. hierzu VOGT/PETER, 241 f.). Es hat diese Auffassung aber später widerrufen (BGer 4A_425/2015, Urteil vom 10.12.2015, E. 4.2 und 4.3; hierzu BAUM/VON DER CRONE, 232 ff.).

c) **Inhalt und Schranken**

aa) Relative und absolute Gleichbehandlung

- 941 Das Gebot der Gleichbehandlung verlangt in der Regel eine *relative Gleichbehandlung*.¹⁸³⁰ Differenzierungen unter den Gesellschaftern sind im Aktienrecht die Regel, jedoch sollen sie nach einem gleichen Massstab erfolgen, der in einem sachlichen Zusammenhang zur Aktiengesellschaft und zur Stellung des Aktionärs steht. Dieses Kriterium ist vor dem Hintergrund der Kapitalbezogenheit der Aktiengesellschaft die Kapitalbeteiligung.¹⁸³¹ Der Grundsatz der relativen Gleichbehandlung ergibt sich aus dem Wortlaut der gesetzlichen Regelung.¹⁸³² Nach der Kapitalbeteiligung bemessen sich namentlich die vermögensmässigen Rechte, einschliesslich des Rechts auf Dividende, aber auch das Bezugs- und Vorwegzeichnungsrecht sowie das Stimmrecht. Es kommt dabei entweder auf den tatsächlichen Kapitaleinsatz an oder auf den Nennwert der Aktien.¹⁸³³ Es geht demnach grundsätzlich um eine Gleichbehandlung der Kapitalanteile.¹⁸³⁴
- 942 Ausnahmsweise knüpft das Gesetz statt an die Kapitalbeteiligung an die Aktionärsstellung an und verlangt eine *absolute Gleichbehandlung* der Aktionäre.¹⁸³⁵ Im Kernbereich der Mitgliedschaft sind die Aktionäre ungeachtet ihrer Kapitalbeteiligung oder anderer Differenzierungsgründe gleich zu behandeln. Der Wortlaut des Gesetzes lässt in diesem Bereich keinen Raum für Ungleichbehandlungen

¹⁸³⁰ Das lässt sich u.a. aufgrund des Wortlauts von Art. 717 Abs. 2 OR erahnen. Zur relativen Gleichbehandlung siehe bereits BGE 69 II 246 E. 1, S. 250; statt vieler HUGUENIN JACOBS, 37 ff.; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Minderheitenschutz, 588.

¹⁸³¹ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 51; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 191; vgl. HUGUENIN JACOBS, 32.

¹⁸³² Vgl. Art. 717 Abs. 2 OR («Sie haben die Aktionäre *unter gleichen Voraussetzungen* gleich zu behandeln.» [Hervorhebung hinzugefügt]) und Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR («[...] eine *durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte* Ungleichbehandlung [...]») [Hervorhebung hinzugefügt].

¹⁸³³ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 52 f., § 40 N 236; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 191; vgl. BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653c, N 4. Das Recht auf Dividende berechnet sich im Verhältnis der auf das Aktienkapital einbezahlten Beträge (Art. 661 OR), d.h. nach dem tatsächlichen Kapitaleinsatz. Das Stimmrecht bemisst sich nach dem Nennwert (Art. 692 Abs. 1 OR), ebenso das Bezugsrecht (Art. 652b Abs. 1 OR) und das Vorwegzeichnungsrecht (Art. 653c Abs. 1 OR).

¹⁸³⁴ Es geht um eine Gleichbehandlung der Aktien und nicht der Aktionäre; siehe hierzu BÖCKLI, Aktienrecht, § 9 N 730; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717, N 23.

¹⁸³⁵ Vgl. VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 8 N 34.

oder deren Rechtfertigung.¹⁸³⁶ Das betrifft die meisten Schutzrechte und – abgesehen vom Stimmrecht – auch überwiegend die Mitwirkungsrechte. Es kann jeder Aktionär in gleichem Umfang von seinem Auskunfts- oder Einsichtsrecht Gebrauch machen, einen Generalversammlungsbeschluss anfechten oder eine Verantwortlichkeitsklage erheben.¹⁸³⁷ Auch kann jeder Aktionär gleichermaßen an der Generalversammlung teilnehmen, sich zu den traktandierten Geschäften äussern und Anträge stellen.¹⁸³⁸

Ungleichbehandlungen sind folglich möglich in Bezug auf die *dispositiven Mitgliedschaftsrechte*.¹⁸³⁹ Im Kernbereich der Mitgliedschaft sind solche Abweichungen aber nicht möglich. Im Sinne einer Faustregel sind diejenigen Aktionärsrechte abänderbar, die sich von Gesetzes wegen nach dem Nennwert oder der Kapitalbeteiligung bemessen.¹⁸⁴⁰ 943

bb) Gleichbehandlung bei der Zuordnung und Handhabung von Aktionärsrechten

Das Gleichbehandlungsgebot muss zum einen bei der *Zuordnung von Mitgliedschaftsrechten* durch die Generalversammlung beachtet werden. Es ist zu unterscheiden zwischen einer Änderung der gesetzlichen Zuweisung der Aktionärsrechte im Rahmen der Gründungsstatuten und einer Änderung der Zuweisung im Rahmen einer Statutenänderung.¹⁸⁴¹ 944

Im Rahmen der *Gründungsstatuten* können die dispositiven Mitgliedschaftsrechte mit einstimmigem Beschluss innerhalb gewisser Schranken nach beliebigen Kriterien verteilt werden. Es können auch einzelne Aktionärsrechte mit Vorzugsrechten versehen werden. Die Aktionäre haben in allgemeiner Hinsicht zu beachten, dass die Statuten keinen unmöglichen, widerrechtlichen oder sittenwidrigen Inhalt haben und nicht gegen das Verbot übermässiger Selbstbindung verstossen.¹⁸⁴² Im Be- 945

¹⁸³⁶ Zum Gesagten vgl. Art. 706b Ziff. 1 und 2 OR; HUGUENIN JACOBS, 38, 69 ff.

¹⁸³⁷ Art. 697 OR (Auskunfts- und Einsichtsrecht); Art. 706 Abs. 1 OR (Anfechtungsklage); Art. 753 ff. OR (Verantwortlichkeitsklage).

¹⁸³⁸ Art. 689 OR (Teilnahmerecht); Art. 699b Abs. 5 OR (Antragsrecht). Zum Ganzen siehe MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 192; vgl. auch BGE 69 II 246 E. 1, S. 248.

¹⁸³⁹ Siehe Art. 706b Ziff. 1 OR *e contrario*, der die Nichtigkeit für Beschlüsse festlegt, die zwingende Aktionärsrechte verletzen.

¹⁸⁴⁰ HUGUENIN JACOBS, 32.

¹⁸⁴¹ Zum Ganzen vgl. HUGUENIN JACOBS, 32 ff.

¹⁸⁴² Vgl. Art. 19 f. OR, Art. 27 Abs. 2 ZGB.

sonderen sind die aktienrechtlichen Vorschriften bei der Ausgestaltung der Aktionärsrechte zu berücksichtigen.¹⁸⁴³

- 946 Im Rahmen einer *Statutenänderung* können die dispositiven Mitgliedschaftsrechte ebenfalls abweichend von der gesetzlichen Ordnung zugewiesen werden. Die Generalversammlung hat dabei die materiellen Änderungsschranken von Art. 706 OR zu berücksichtigen: Dispositive Mitgliedschaftsrechte dürfen unter Wahrung des Gleichbehandlungsgebots verändert werden.¹⁸⁴⁴
- 947 Das Gleichbehandlungsgebot muss zum anderen beachtet werden bei *der Handhabung der Aktionärsrechte* durch den Verwaltungsrat.¹⁸⁴⁵ Der Verwaltungsrat kann das Gleichbehandlungsgebot durch sein Handeln verletzen, indem er Aktionäre ohne sachlichen Grund unterschiedlich behandelt. Darüber hinaus handelt er pflichtwidrig, wenn er sich bei der unterschiedlichen Behandlung nicht nach dem – allenfalls statutarisch modifizierten – Differenzierungskriterium richtet.¹⁸⁴⁶

cc) Materielle statt formeller Gleichbehandlung

- 948 Bei der Beurteilung, ob eine Ungleichbehandlung vorliegt, sind die *Auswirkungen eines Beschlusses* zu untersuchen. Unter dem Gleichbehandlungsgebot unzulässig sind somit Beschlüsse der Generalversammlung oder Handlungen des Verwaltungsrats, die eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken.¹⁸⁴⁷ Das Gesetz sieht demnach – im Gegensatz zum alten Aktienrecht – ein materielles oder wirkungsorientiertes Gleichbehandlungsgebot vor.¹⁸⁴⁸ Das Gleichbehandlungsgebot ist somit auch verletzt, wenn ein Beschluss zwar alle Aktionäre in formeller Hinsicht gleichmässig betrifft, jedoch in materieller Hinsicht eine ungleiche Behandlung – sei sie rechtlicher oder tatsächlicher Natur – zur Folge hat.¹⁸⁴⁹

¹⁸⁴³ Zum Ganzen vgl. HUGUENIN JACOBS, 32 f.

¹⁸⁴⁴ Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

¹⁸⁴⁵ Vgl. Art. 717 Abs. 2 OR.

¹⁸⁴⁶ Zum Ganzen siehe HUGUENIN JACOBS, 34.

¹⁸⁴⁷ Siehe den Wortlaut von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

¹⁸⁴⁸ HUGUENIN JACOBS, 35; vgl. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 14, die von wirtschaftlicher Gleichbehandlung in Abgrenzung zur formellen Gleichbehandlung sprechen.

¹⁸⁴⁹ Unter altem Aktienrecht wurde ein Beschluss zur Kapitalherabsetzung auf Null unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten als zulässig qualifiziert, weil er nach einer formellen Betrachtungsweise alle Aktionäre gleichermassen betrifft, indem sie alle ihre Aktionärsstellung verlieren (ZGer BS, Urteil vom 15.11.1983, in: SAG 1985, 199 ff.,

dd) Zwischenfazit

Eine relative Ungleichbehandlung der Aktionäre ist möglich im Bereich der *dispositiven Mitgliedschaftsrechte*. Dispositiver Natur sind in der Regel diejenigen Rechte, die sich nach der Kapitalbeteiligung der Aktionäre bemessen. Sie dürfen unter Berücksichtigung des Gesetzes und insbesondere des Gleichbehandlungsgebots verändert werden.¹⁸⁵⁰ 949

Eine *Ungleichbehandlung* im Sinne des Gesetzes liegt vor, wenn ein Generalversammlungsbeschluss oder eine Handlung des Verwaltungsrats im Ergebnis zu einer rechtlichen oder faktischen Ungleichbehandlung führt.¹⁸⁵¹ 950

d) *Abweichungen*

aa) Zweckmässigkeit des Beschlusses

Das Gesetz lässt nach dem Gesagten unter gewissen Voraussetzungen Beschlüsse der Generalversammlung zu, die zu einer relativen Ungleichbehandlung der Aktionäre führen. Es ist dementsprechend auch in Lehre und Rechtsprechung unbestritten, dass Abweichungen vom Gleichbehandlungsgebot unter bestimmten Voraussetzungen zulässig sind.¹⁸⁵² 951

Eine Ungleichbehandlung ist nach dem Wortlaut des Gesetzes zulässig, wenn sie durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigt ist.¹⁸⁵³ Es ist in der Lehre umstritten, ob der Begriff *Gesellschaftszweck wörtlich* zu verstehen ist und somit die Vereinbarkeit eines Beschlusses mit dem Gesellschaftszweck meint oder ob die Vereinbarkeit mit dem Gesellschaftsinteresse gemeint ist.¹⁸⁵⁴ Das Bundesgericht hat in einem nicht amtlich publizierten Entscheid präzisiert, dass die Be-

199, E. 3a; vgl. BGE 69 II 78 E. 3c, S. 82). Nach einer materiellen Betrachtungsweise liegt aber eine Ungleichbehandlung vor, weil die Aktionäre angesichts unterschiedlich hoher Anteile am Aktienkapital im Ergebnis ungleich stark vom Beschluss betroffen sind. Siehe hierzu HUGUENIN JACOBS, 36.

¹⁸⁵⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 943.

¹⁸⁵¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 948.

¹⁸⁵² Statt vieler FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 12 ff. m.H. auf die Rechtsprechung des Bundesgerichts.

¹⁸⁵³ Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

¹⁸⁵⁴ Für eine wörtliche Auslegung siehe BSK OR II-DREIFUSS/LEBRECHT, Art. 706, N 15; zur überwiegenden Lehre mit a.M. siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 172, der von einem gesetzgeberischen Versehen ausgeht; im Weiteren FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 27; HUGUENIN JACOBS, 39, Fn. 62.

stimmung eigentlich auf das Gesellschaftsinteresse abziele.¹⁸⁵⁵ Es bietet sich an, dieses Verständnis mittels Auslegung des Gesetzes zu überprüfen.

- 953 Nach einer wörtlichen Auslegung von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR muss ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, dem *Gesellschaftszweck* dienen. Es ist zu unterscheiden zwischen dem Endzweck der Gesellschaft und dem statutarischen Zweckartikel. Der Endzweck der Gesellschaft umschreibt die Zielsetzung der Gesellschaft im weiteren Sinne. In der Regel ist der Endzweck einer Aktiengesellschaft die Gewinnstrebigkeit im Sinne des Schaffens eines Mehrwerts.¹⁸⁵⁶ Ausnahmsweise, unter Vorbehalt einer einstimmig beschlossenen ausdrücklichen Abweichung in den Statuten, ist eine Aktiengesellschaft nicht gewinnstrebig.¹⁸⁵⁷ Der statutarische Zweck umschreibt demgegenüber die Mittel zur Erreichung des Endzwecks.¹⁸⁵⁸ Aus dem Wortlaut kann hergeleitet werden, dass eine Ungleichbehandlung der Verfolgung des Gesellschaftszwecks dienen muss.¹⁸⁵⁹ Es bleibt indes unklar, ob damit der Endzweck oder die statutarische Zweckbestimmung gemeint ist.
- 954 Nach einer systematischen Auslegung von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR muss ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, nicht bloss dem statutarischen Zweck der Gesellschaft dienen. Eine Ungleichbehandlung dürfte dann gerechtfertigt sein, wenn sie dem *Endzweck der Gesellschaft* dient.¹⁸⁶⁰ An anderen Stellen im Gesetz, an denen der Begriff «Zweck der Gesellschaft» verwendet wird, geht es zwar überwiegend, aber nicht ausschliesslich um den statutarischen

¹⁸⁵⁵ BGer 4A_531/2017, Urteil vom 20.02.2018, E. 3.1 («[...] étant ici précisé que le 'but de la société' vise en réalité 'l'intérêt social' [...]»).

¹⁸⁵⁶ Zum Gesagten siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 8 N 46.

¹⁸⁵⁷ Vgl. Art. 620 Abs. 3 OR, Art. 706 Abs. 2 Ziff. 4 OR.

¹⁸⁵⁸ Vgl. Art. 626 Ziff. 2 OR; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 8 N 47; VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 10 N 180; zur Zulässigkeit einer stillschweigenden Abweichung von der Gewinnstrebigkeit bei Gesellschaften mit kleinem Aktionärskreis vgl. WATTER, Unternehmensübernahmen, N 17.

¹⁸⁵⁹ Es ist aber anzumerken, dass bei einer gewinnstrebigem Aktiengesellschaft der Gesellschaftszweck (Gewinnstrebigkeit, Schaffen von Mehrwert) und das Gesellschaftsinteresse (nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts) – wenn nicht deckungsgleich, so immerhin – gleichgerichtet sind. Bei einer nicht gewinnstrebigem Aktiengesellschaft liegt der Zweck in der Förderung von Drittinteressen und im Erhalt der Zahlungsfähigkeit (VON DER CRONE, Aktienrecht, 2. Aufl., § 10 N 179). Zum Begriff des Gesellschaftsinteresses siehe vorne Rz. 90 ff.

¹⁸⁶⁰ A.M. wohl BSK OR II-DREIFUSS/LEBRECHT, Art. 706, N 15, die das Wort «Gesellschaftszweck» in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR als statutarischer Zweck der Gesellschaft verstehen.

Zweck.¹⁸⁶¹ Das würde eher darauf hindeuten, dass es auch bei den Anfechtungsgründen um den statutarischen Zweck geht. Neben der äusseren Systematik ist aber auch die innere Systematik der Bestimmung auszulegen. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR ist auch zu lesen in Verbindung mit der Generalklausel in Abs. 1 und mit den weiteren Anfechtungsgründen in Abs. 2. Der erste Absatz der Bestimmung und Abs. 2 Ziff. 1 halten fest, dass Beschlüsse, die namentlich gegen die Statuten verstossen, anfechtbar sind. Ein Verstoß gegen den statutarisch festgelegten Zweck der Gesellschaft wäre somit bereits unter Verweis auf diese Anfechtungsgründe anfechtbar. Wäre das Wort «Gesellschaftszweck» in Abs. 2 Ziff. 3 als statutarischer Zweck und somit eng zu verstehen, würde die Bestimmung gegenüber dem vorgenannten Grund der Verletzung der Statuten keinen zusätzlichen Schutz bringen. Ein Beschluss, der nicht mit dem statutarischen Zweck übereinstimmt – mithin gegen die Statuten verstösst – und zugleich eine Ungleichbehandlung bewirkt, wäre bereits unter dem Blickwinkel von Abs. 1 und Abs. 2 Ziff. 1 anfechtbar. Eine Ungleichbehandlung führt nämlich stets auch zu einer Beschränkung von Aktionärsrechten. Die systematische Auslegung bringt kein klares Ergebnis. Die äussere Systematik deutet darauf hin, dass mit dem Gesellschaftszweck der statutarische Zweck gemeint ist. Aus der inneren Systematik von Art. 706 OR kann hingegen hergeleitet werden, dass eine Ungleichbehandlung gerechtfertigt werden kann, wenn sie dem Endzweck der Gesellschaft dient.

Eine historische Auslegung ergibt auch kein klares Ergebnis hinsichtlich des Begriffs Gesellschaftszweck. Sie bringt aber zum Ausdruck, dass ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, jedenfalls im *Gesellschaftsinteresse* liegen muss. Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Aktienrecht fand im Jahre 1992 Eingang ins Gesetz.¹⁸⁶² Zuvor war er als ungeschriebener Rechtsgrundsatz in der Rechtsprechung anerkannt.¹⁸⁶³ Die Rechtsprechung vor 1992 wird im Folgenden

¹⁸⁶¹ Vgl. Art. 626 Ziff. 2 OR i.V.m. Art. 118 Abs. 1 HRegV; Art. 671 Abs. 3 OR; zur Bedeutung in Art. 685b Abs. 2 OR siehe BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 685b, N 3; Art. 704 Abs. 1 Ziff. 1 und Abs. 3 OR; zur Bedeutung in Art. 718a Abs. 1 OR siehe BSK OR II-WATTER, Art. 718a, N 2; zum GmbH-Recht vgl. Art. 766 OR; Art. 776 Ziff. 2 OR; zur unklaren Bedeutung des Begriffs in Art. 796 Abs. 2 OR BSK OR II-AMSTUTZ/CHAPPUIS, Art. 796, N 9.

¹⁸⁶² Vgl. Art. 660a Ziff. 3 E-OR 1983 und den gleichlautenden Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR 1991; zur Gesetzgebungsgeschichte HÄNSENBERGER, 349 f.

¹⁸⁶³ Vgl. z.B. BGE 59 II 44 E. 4, S. 49, gemäss dem bei der Schaffung bevorzugter Beteiligungspapiere darauf geachtet werden muss, dass alle Aktionäre die Gelegenheit hatten, sich daran zu beteiligen; Schiedsspruch vom 7. April 1937, in: ZR 1938, 162 ff.,

als Kontext mitberücksichtigt, weil der Gesetzgeber mit dem Erlass der Bestimmungen zum Gleichbehandlungsgebot an die Gesetzgebung anknüpfte.¹⁸⁶⁴ Sowohl die Entwicklung der Rechtsprechung vor 1992 als auch die Materialien sprechen dafür, dass eine Ungleichbehandlung gerechtfertigt ist, wenn sie ein verhältnismässiges Mittel zur Verfolgung des Gesellschaftszwecks im Interesse der Gesellschaft ist.

- 956 Das Bundesgericht stellte in seiner Rechtsprechung zum Gleichbehandlungsgebot die Kriterien der *Sachlichkeit und Verhältnismässigkeit* in den Vordergrund. Der Aktionär solle gegen jede ungleiche Behandlung, die nicht durch die Interessen der Gesellschaft sachlich gerechtfertigt werden könne, geschützt werden. Eine ungleiche Behandlung sei zulässig, sofern sie ein «angemessenes Mittel zu einem gerechtfertigten Zweck darstellt, also nicht unsachlich ist».¹⁸⁶⁵ Zwischenzeitlich wurde diese Definition beschränkt auf Ungleichbehandlungen, die für die Verfolgung des Gesellschaftszwecks im Interesse der Gesamtheit aller Aktionäre «unumgänglich notwendig» sind.¹⁸⁶⁶ Auch in seinem bislang letzten amtlich publizierten Entscheid zum aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot stellte das Bundesgericht unter Bezugnahme auf seine frühere Rechtsprechung klar, dass der fragliche Beschluss im Gesellschaftsinteresse liegen müsse. Zudem müsse er erforderlich für die gesetzmässigen Ziele der Gesellschaft sein.¹⁸⁶⁷ Diese Ziele selbst

168, E. 8; ebenso BGE 69 II 246 E. 1, S. 248; für eine Übersicht über die Rechtsprechung HUGUENIN JACOBS, 7 ff.

¹⁸⁶⁴ Die Formulierung in der Botschaft, dass für die Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung der Gesellschaftszweck und das Gesellschaftsinteresse wichtig seien (vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 885), ergibt sich eben gerade nicht aus dem Wortlaut der Bestimmung. Es liegt deshalb der Schluss nahe, dass der Gesetzgeber mit der Zustimmung zum Entwurf auf die Rechtsprechung Bezug nimmt (vgl. BGE 117 II 290 E. 4a/aa, S. 300 m.w.H.).

¹⁸⁶⁵ Zum Gesagten siehe BGE 69 II 246 E. 1, S. 250; vgl. auch BGE 88 II 98 E. 3, S. 105, gemäss dem Abweichungen vom Gleichbehandlungsgebot zulässig sind, soweit sie im Interesse der Gesamtheit der Aktionäre an der Verfolgung des Gesellschaftszwecks nötig sind.

¹⁸⁶⁶ BGE 95 II 157 E. 9a, S. 162 f.; BGE 93 II 393 E. 7a, S. 406; BGE 91 II 298 E. 2, S. 300 f.; BGR 4C.242/2001, Urteil vom 05.03.2003, E. 3.1; vgl. BGE 99 II 55 E. 2, S. 58 («unumgänglich nötig»).

¹⁸⁶⁷ Zum Gesagten siehe BGE 117 II 290 E. 4a/aa, S. 300 («[...] décidé dans l'intérêt de la société et apparaît nécessaire pour la poursuite de ses buts légitimes [...]») unter Bezugnahme auf BGE 91 II 298 E. 2, S. 301. Mit dem Verweis «BGE 93 II 309» meinte das Bundesgericht eigentlich BGE 91 II 309, *recte* BGE 91 II 298 E. 8, S. 309 (HUGUENIN JACOBS, 40, Fn. 64). Die seither ergangenen, nicht amtlich publizierten Entscheide bringen diesbezüglich keine zusätzlichen Erkenntnisse; vgl. BGR

müssen aber nicht entscheidend für den Erhalt oder die Entwicklung der Gesellschaft sein.¹⁸⁶⁸ Ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, ist somit gemäss Rechtsprechung gerechtfertigt, wenn er ein verhältnismässiges Mittel zur Verfolgung des Gesellschaftszwecks im Interesse der Gesellschaft ist.

Auch im Gesetzgebungsverfahren, in dem das Gleichbehandlungsgebot kodifiziert wurde, wurde eine Ungleichbehandlung als gerechtfertigt erachtet, wenn sie dem *Gesellschaftszweck* dient und im *Gesellschaftsinteresse* liegt. Die Bestimmungen zum Gleichbehandlungsgebot traten nach dem letzten entsprechenden Entscheid des Bundesgerichts in Kraft.¹⁸⁶⁹ Es geht aus den Materialien nicht eindeutig hervor, ob mit dem Begriff «Gesellschaftszweck» das Tätigkeitsfeld der Gesellschaft oder der Endzweck – in der Regel die Gewinnstrebigkeit – gemeint ist.¹⁸⁷⁰ Es finden sich auch keine Anhaltspunkte, dass ein gesetzgeberisches Versehen vorliegt.¹⁸⁷¹ Im Gesetzgebungsverfahren wurde der Begriff in Zusammenhang gebracht mit dem Gesellschaftsinteresse.¹⁸⁷² Dieser Zusammenhang ist angelehnt an die Rechtsprechung des Bundesgerichts.¹⁸⁷³ Er legt den Schluss nahe, dass ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, gerechtfertigt ist, wenn er ein verhältnismässiges Mittel zur Verfolgung des Gesellschaftszwecks im Interesse der Gesellschaft ist. Es ergibt sich somit weder aus der früheren Rechtsprechung noch

4A_531/2017, Urteil vom 20.02.2018, E. 3.1, und BGER 4A_205/2008, Urteil vom 19.08.2008, E. 3.2.

¹⁸⁶⁸ BGE 117 II 290 E. 4a/aa, S. 301 m.H. auf ZINDEL, 239. Das Bundesgericht bezog sich dabei auf die Gleichbehandlung im Rahmen eines Bezugsrechtsausschlusses. Vgl. auch AppGer BS, Urteil vom 09.02.1965, in: BJM 1965, 87 f., E. 2c, in dem es darum ging, inwieweit eine Vinkulierungsbestimmung im Hinblick auf die wirtschaftliche Selbständigkeit erforderlich sei.

¹⁸⁶⁹ Das Aktienrecht trat am 1. Juli 1992 in Kraft (AS 1992, 786). Der letzte Entscheid des Bundesgerichts unter altem Recht erging am 25. Juni 1991 (BGE 117 II 290 ff.).

¹⁸⁷⁰ Zur Abgrenzung zwischen statutarischem Zweck und Endzweck siehe vorne Rz. 953.

¹⁸⁷¹ A.M. BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 172.

¹⁸⁷² Vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 885 («Die Ungleichbehandlung muss der Verfolgung des Gesellschaftszweckes dienen und im Interesse aller liegen.»). Es kann beim Ermitteln der Bedeutung der Bestimmungen zum Gleichbehandlungsgebot auf die Botschaft abgestellt werden, zumal sich das Parlament inhaltlich nicht zu den Bestimmungen geäussert hat (vgl. AmtlBull NR 1985, 1693; AmtlBull SR 1988, 474, 512, gemäss dem der Ständerat die Systematik, nicht aber den Wortlaut der Bestimmung änderte; AmtlBull NR 1990, 1388, gemäss dem der Nationalrat dem Beschluss des Ständerats zustimmte).

¹⁸⁷³ Vgl. BGE 99 II 55 E. 2, S. 58; BGE 91 II 298 E. 2, S. 301; BGE 88 II 98 E. 3, S. 105; BGE 69 II 246 E. 1, S. 249 f.

aus dem Gesetzgebungsverfahren ein klares Auslegungsergebnis zum Begriff Gesellschaftszweck.

- 958 Eine teleologische Auslegung der Bestimmung ergibt, dass Ungleichbehandlungen im Ergebnis dem *Endzweck der Gesellschaft* dienen müssen. Das Anliegen einer Rechtfertigung durch den Gesellschaftszweck liegt letztlich darin, dass nur dann von der Gleichbehandlung abgewichen wird, wenn das dem Interesse der Gesellschaft dient. Der statutarische Zweck gemäss Art. 626 Abs. 1 Ziff. 2 OR ist für sich gesehen kein Anhaltspunkt, um die Übereinstimmung eines Beschlusses mit der Zielsetzung einer Gesellschaft zu überprüfen. Er umschreibt lediglich die Tätigkeit, mit der die Gesellschaft beabsichtigt, ihren Endzweck zu fördern.¹⁸⁷⁴ Er legt die Mittel zum Erreichen des Endzwecks der Gesellschaft fest und ist diesem insofern untergeordnet. Das bedeutet aber nicht, dass der statutarische Zweck bei einem Beschluss ausser Acht gelassen werden darf. Die Zwecksetzung ist eine Richtlinie für die Geschäftspolitik und eine Schranke für die beliebige Änderung der Geschäftstätigkeit.¹⁸⁷⁵ Sie schützt das Vertrauen der sich den Statuten unterwerfenden Aktionäre, dass die Gesellschaft auch in Zukunft im umschriebenen Geschäftsbereich tätig sein wird, mithin die Gewinnstrebigkeit mit den umschriebenen Mitteln fördert. Wenn untersucht wird, ob ein Beschluss mit dem Gesellschaftszweck im Sinne des statutarischen Zwecks übereinstimmt, geht es im Ergebnis aber darum, ob der Beschluss mit dem Endzweck der Gesellschaft übereinstimmt. Dieser liegt bei gewinnorientierten Gesellschaften in der Gewinnstrebigkeit und bei Gesellschaften mit ideeller Zielsetzung im Erhalt der Zahlungsfähigkeit.
- 959 Dass Abweichungen vom Gleichbehandlungsgrundsatz nur gerechtfertigt sind, wenn sie letztlich dem Endzweck der Gesellschaft dienen, erklärt auch, dass die Rechtfertigung von Rechtsprechung und Lehre mit dem Gesellschaftsinteresse in Verbindung gebracht wird.¹⁸⁷⁶ Das Interesse einer gewinnorientierten Aktiengesellschaft liegt in der nachhaltigen *Steigerung des Unternehmenswerts*.¹⁸⁷⁷ Dieses Interesse überschneidet sich mit dem Endzweck der Gesellschaft. Letzterer liegt im Erzielen von Gewinnen. Diese Gewinnstrebigkeit ist eine Voraussetzung für die Steigerung des Unternehmenswerts und somit die Wahrung des Gesellschaftsinteresses. Und der das Tätigkeitsfeld einer Gesellschaft umschreibende statutarische Zweck legt fest, wie der Endzweck und letztlich das Gesellschaftsinteresse geför-

¹⁸⁷⁴ DEFERRARD, 63; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 8 N 47.

¹⁸⁷⁵ ZK-TANNER, Art. 704 OR, N 27.

¹⁸⁷⁶ Vgl. vorne Rz. 956 ff.

¹⁸⁷⁷ Siehe vorne Rz. 115 ff.

dert werden. Es entspricht deshalb dem Zweck von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR, wenn die Bestimmung so ausgelegt wird, dass eine Ungleichbehandlung gerechtfertigt werden kann, wenn sie ein dem Gesellschaftszweck entsprechendes Mittel zur Förderung des Gesellschaftsinteresses ist.

Im Ergebnis zeigt sich deshalb ein *differenziertes Verständnis der Zweckmässigkeit* 960 i.S.v. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR, das letztlich darauf hinausläuft, dass eine Ungleichbehandlung dem Gesellschaftsinteresse dient. Zusammenfassend kann Folgendes festgehalten werden: Erstens muss ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, dem Endzweck der Gesellschaft dienen. Das heisst aber nicht, dass ausser Acht gelassen werden darf, für welches Tätigkeitsfeld sich die Aktionäre mit einer statutarischen Zweckbestimmung entschieden haben. Bei gewinnstrebigem Gesellschaften ist aber letztlich entscheidend, dass eine Ungleichbehandlung demselben Endzweck wie der statutarische Zweck dient.¹⁸⁷⁸ Zweitens impliziert die Bestimmung, dass eine Ungleichbehandlung im Gesellschaftsinteresse liegen muss. Das Gesellschaftsinteresse dürfte sich bei gewinnstrebigem Gesellschaften mit dem Endzweck überschneiden. Diese Auffassung deckt sich mit der jüngsten Rechtsprechung des Bundesgerichts, gemäss der die Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung durch den Gesellschaftszweck eigentlich auf eine Rechtfertigung durch das Gesellschaftsinteresse abzielt.¹⁸⁷⁹ Und drittens ergibt sich aus der historischen Auslegung, dass ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, ein verhältnismässiges Mittel zum Erreichen des ihm zugrunde liegenden Ziels sein muss.

Nach dem Gesagten ist eine Ungleichbehandlung von Aktionären gerechtfertigt, 961 wenn sie ein verhältnismässiges Mittel zur Verfolgung eines legitimen Gesellschaftsziels ist. Nachdem geprüft wurde, ob der mit einem Beschluss angestrebte Zweck dem Gesellschaftsinteresse dient, wird im Rahmen der *Verhältnismässigkeitsprüfung* dreierlei vorausgesetzt: Die Benachteiligung muss erstens geeignet sein zur Verfolgung des angestrebten Zwecks. Sie muss zweitens erforderlich sein, d.h. das mildeste taugliche Mittel zum angestrebten Zweck darstellen. Und sie

¹⁸⁷⁸ Ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, wie z.B. ein Ausschluss des Bezugsrechts (vgl. Art. 652b Abs. 2 OR) oder eine höhere Dividende für eine bestimmte Gruppe von Aktien (vgl. Art. 661 OR), ist nie Selbstzweck, sondern ein Mittel zum Erreichen eines bestimmten Ziels (vgl. ZINDEL, 239, Fn. 163). Es dürfte deshalb in der Regel einfacher zu beurteilen sein, ob ein Generalversammlungsbeschluss ein bestimmtes Ziel verfolgt, als ob er mit einem bestimmten Tätigkeitsfeld oder einem Mittel zur Zielerreichung übereinstimmt.

¹⁸⁷⁹ Vgl. vorne Rz. 952.

muss drittens im engeren Sinne verhältnismässig sein, das heisst, der Vorteil für die Gesellschaft muss den Nachteil für einzelne Aktionäre überwiegen.¹⁸⁸⁰

bb) Eignung

- 962 Zunächst muss deshalb ermittelt werden, ob ein Generalversammlungsbeschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, geeignet ist zur Verfolgung des angestrebten Zwecks. Es ist nicht einfach, diese Eignung zu ermitteln, zumal sowohl der Endzweck als auch das Gesellschaftsinteresse ökonomisch geprägte Tatbestandsmerkmale sind.¹⁸⁸¹ Die Beantwortung der Frage erfordert demnach den *Einbezug rechtsökonomischer Überlegungen*. Das stellt die Rechtswissenschaft vor Herausforderungen.
- 963 Ein Beschluss erfüllt das Kriterium der Eignung, wenn er einem Zweck dient, der im Interesse der Gesellschaft liegt. Ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, muss somit im Regelfall geeignet sein, im Rahmen des Gesellschaftszwecks einen Beitrag zur nachhaltigen *Steigerung des Unternehmenswerts* zu leisten.¹⁸⁸² Werden mit einem Beschluss hingegen «gesellschaftsfremde» Sonderinteressen von Einzelpersonen oder Gruppen gefördert, ist er unzulässig. Das kann insbesondere der Fall sein, wenn die Mehrheitsaktionäre versuchen, mit dem Beschluss Sondervorteile für sich zu erwirken, die dem Gesellschaftsinteresse nicht dienen.¹⁸⁸³

cc) Erforderlichkeit

- 964 Im Weiteren muss geprüft werden, ob ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, das mildeste geeignete Mittel zum angestrebten Zweck ist. Das Bundesgericht stellte eine Zeit lang sehr hohe Anforderungen an das Kriterium der *Erforderlichkeit*. Nach der Rechtsprechung zum alten Aktienrecht hatte die Gesellschaft ihre Aktionäre alle gleich zu behandeln, «soweit nicht Abweichungen unumgänglich nötig sind, um im Interesse aller den Gesellschaftszweck zu verfolgen». In sei-

¹⁸⁸⁰ Zum Gesagten vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 885; BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 15; HUGUENIN JACOBS, 40 f.; ferner zum verfassungsrechtlichen Gleichheitsgebot gem. Art. 8 Abs. 1 BV sowie zu Art. 36 BV betreffend Voraussetzungen für rechtmässige Einschränkungen von Grundrechten, FRICK, N 723, Fn. 944.

¹⁸⁸¹ Vgl. vorne Rz. 116.

¹⁸⁸² Zum Gesellschaftsinteresse siehe vorne Rz. 90 ff. Im Regelfall ist eine Aktiengesellschaft gewinnorientiert. Bei nicht gewinnorientierten Gesellschaften kann das Gesellschaftsinteresse auch andere Aspekte umfassen.

¹⁸⁸³ Zum Gesagten vgl. ZINDEL, 238.

nem bislang letzten Entscheid zum Gleichbehandlungsgebot lockerte das Bundesgericht unter Bezugnahme auf seine frühere Rechtsprechung die Anforderungen an die Erforderlichkeit. Ein Beschluss müsse zwar das mildeste Mittel zum Erreichen der dem Beschluss zugrunde liegenden Zielsetzung sein. Die Zielsetzung selbst müsse aber nicht entscheidend für den Erhalt oder die positive Entwicklung der Gesellschaft sein.¹⁸⁸⁴ Solange die dem Beschluss zugrunde liegende Zielsetzung dem Gesellschaftszweck entspricht und im Gesellschaftsinteresse liegt, genügt es also, wenn der Beschluss in Bezug auf das Erreichen der ihm selbst zugrunde liegenden Zielsetzung erforderlich ist. Zur Ermittlung kommt es auf die Umstände des Einzelfalles an.¹⁸⁸⁵

Es ist in der Lehre umstritten, wie das Kriterium der Erforderlichkeit zu verstehen ist. Es besteht insbesondere Uneinigkeit in der Frage, ob eine Zielsetzung, die einem Beschluss zugrunde liegt, *zweckmässig oder unerlässlich* zur Förderung des Gesellschaftsinteresses sein muss. Nach einer Auffassung sind die Anforderungen an die Erforderlichkeit abhängig von der Schwere und der Unausgeglichenheit der Ungleichbehandlung sowie von der Bedeutung der Ungleichbehandlung für die Funktionsfähigkeit der Gesellschaft. Je schwerwiegender ein Beschluss in die Aktionärsrechte eingreife und je stärker er Aktionäre ungleich behandle, desto eher müsse er unerlässlich zur Verfolgung des Gesellschaftsinteresses sein.¹⁸⁸⁶ Nach einer anderen Auffassung muss die Ungleichbehandlung zur Erreichung des angestrebten Ziels erforderlich sein. Hingegen wird nicht vorausgesetzt, dass das Ziel für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses erforderlich ist. Anderenfalls sei die Autonomie der Gesellschaft zu stark beeinträchtigt.¹⁸⁸⁷ 965

Einer Auslegung des Gesetzes zufolge genügt es für die Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung, wenn der die Ungleichbehandlung bewirkende Beschluss *erfor-* 966

¹⁸⁸⁴ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 956.

¹⁸⁸⁵ BGE 117 II 290 E. 4e/aa, S. 301; BGE 102 II 265 E. 3, S. 268.

¹⁸⁸⁶ Zum Gesagten siehe HUGUENIN JACOBS, 39 f. bei und in Fn. 64. Ihrer Ansicht nach genügt es deshalb z.B., wenn ein Bezugsrechtsausschluss gem. Art. 652b Abs. 2 OR, der alle Aktionäre gleichermaßen betrifft, zweckmässig ist, d.h. der Verfolgung des Gesellschaftsinteresses dient. Demgegenüber müsse ein Bezugsrechtsausschluss, der einzelne Aktionäre stärker als andere belaste, erforderlich sein in Bezug auf die Verfolgung des Gesellschaftsinteresses. Diese Überlegungen sollten m.E. nicht auf der Ebene der Erforderlichkeit, sondern auf der Ebene der Verhältnismässigkeit i.e.S. gemacht werden. Der Kritik von HUGUENIN JACOBS, diese Überlegungen seien in BGE 117 II 290 ff. nicht gemacht worden, kann damit gleichermaßen begegnet werden.

¹⁸⁸⁷ Zum Gesagten siehe ZINDEL, 239; vgl. PELLI, 73 f., gemäss dem der Zweck eines Beschlusses im Gesellschaftsinteresse liegen muss und der Beschluss selbst ein erforderliches Mittel zur Erreichung dieses Zwecks sein muss.

derlich für die ihm zugrunde liegende Zielsetzung ist. Es wird nicht vorausgesetzt, dass er zwingend erforderlich ist für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses. Vielmehr genügt es, wenn der Zweck auf irgendeine Weise dem Gesellschaftsinteresse dient.

- 967 Eine systematische Auslegung des Gesetzes ergibt, dass der Gesellschaftszweck dem Gesellschaftsinteresse dienen, aber nicht zwingend unerlässlich für dessen Wahrung sein muss. Das Gesetz gewährt der Gesellschaft eine gewisse *Autonomie bei der Zweckfestsetzung*. Es schreibt im Allgemeinen vor, dass eine Gesellschaft keinen widerrechtlichen oder sittenwidrigen Zweck festsetzen darf.¹⁸⁸⁸ Zudem muss die Zweckbestimmung das Tätigkeitsfeld der Gesellschaft hinreichend bestimmt umschreiben.¹⁸⁸⁹ Im Besonderen muss sich eine Aktiengesellschaft nicht auf eine wirtschaftliche Zielsetzung beschränken.¹⁸⁹⁰ Bei einer gewinnstrebigem Aktiengesellschaft muss der Zweck im Ergebnis der Gewinnstrebigkeit und somit dem Gesellschaftsinteresse dienen.¹⁸⁹¹ Im Weiteren stellt das Gesetz keine inhaltlichen Anforderungen an die Zwecksetzung. Es wird insbesondere nicht vorausgesetzt, dass der Zweck für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses unerlässlich ist.¹⁸⁹² Wenn die Bestimmungen, welche die Zwecksetzung der Gesellschaft regeln, nicht erfordern, dass die festgelegten Zwecke für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses erforderlich sind, können die Bestimmungen zum Gleichbehandlungsgebot nicht mehr verlangen. Es wäre ein Wertungswiderspruch innerhalb des Aktienrechts, wenn die Bestimmungen zum Gleichbehandlungsgebot weiter gingen als die Bestimmungen zur Festsetzung des Gesellschaftszwecks. Eine Ungleichbehandlung muss deshalb zwar erforderlich für die Verfolgung des Gesellschaftszwecks, nicht aber unerlässlich für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses sein.
- 968 Auch eine teleologische Auslegung des Gesetzes bestätigt die Auffassung, dass eine Ungleichbehandlung in Bezug auf die Verfolgung des ihr zugrunde liegenden Zwecks erforderlich sein muss, nicht aber in Bezug auf das Gesellschaftsinteresse. Die Gesellschaft braucht einen gewissen *Spielraum bei der Zweckverfolgung*, insbesondere bei der Auswahl der Mittel zur Zweckverfolgung. Es ist richtig, dass im Falle einer Ungleichbehandlung hohe Massstäbe an die Wirksamkeit und die Erforderlichkeit der Massnahme in Bezug auf das gesteckte Ziel gestellt werden.

¹⁸⁸⁸ Vgl. Art. 52 Abs. 3 ZGB.

¹⁸⁸⁹ Vgl. Art. 118 Abs. 1 HRegV: Das ist der Fall, wenn die Gesellschaft den Zweck so umschreibt, «dass ihr Tätigkeitsfeld für Dritte klar ersichtlich ist».

¹⁸⁹⁰ Vgl. Art. 620 Abs. 3 aOR; zur Weitergeltung des Gehalts dieser Regelung siehe *BOTSCHAFT AKTIENRECHT* 2016, 480.

¹⁸⁹¹ Vgl. vorne Rz. 952 ff.

¹⁸⁹² Das wäre auch schwierig zu überprüfen; siehe sogleich hinten Rz. 969.

Das gebietet die Tatsache, dass Ungleichbehandlungen die Rechte von Aktionären verletzen. Es würde die Autonomie der Gesellschaft in der Verfolgung ihrer Tätigkeit aber zu stark einschränken, wenn jedes gesteckte Ziel für sich gesehen für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses unerlässlich sein müsste.

Abgesehen davon wäre die Erforderlichkeit zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses kaum überprüfbar. Eine Zweckbestimmung hat einen gewissen *Grad an Abstraktheit*. Es lassen sich verschiedene Handlungen und Beschlüsse darunter subsumieren, die alle einen Beitrag zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses leisten, für sich gesehen aber nicht erforderlich zu dessen Wahrung sind. Eine Einschränkung würde die gemeinsame Zweckverfolgung und das körperschaftliche Leben weitgehend verunmöglichen. Das Ermessen der Gesellschaftsorgane bei der Zielverwirklichung ist aber immerhin durch das Gebot von Treu und Glauben eingeschränkt.¹⁸⁹³ Dieser bietet einen hinreichenden Schutz, dass sich die Gesellschaft in ihrer Tätigkeit nicht zu weit von ihrem Zweck entfernt.

Es genügt deshalb, wenn eine Ungleichbehandlung für den ihr zugrunde liegenden Zweck erforderlich ist und wenn dieser *Zweck im Gesellschaftsinteresse* liegt. Es ist hingegen nicht vorausgesetzt, dass der Zweck unerlässlich für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses ist. Diese Auffassung ist im Einklang mit der Auffassung des Bundesgerichts im bislang letzten Entscheid zum Gleichbehandlungsgebot.¹⁸⁹⁴ Die zwischenzeitlich vertretene, engere Definition der Erforderlichkeit, die ausschliesslich Ungleichbehandlungen zulies, die für die Verfolgung des Gesellschaftszwecks «unumgänglich notwendig» sind, wird somit verworfen.¹⁸⁹⁵

dd) Verhältnismässigkeit im engeren Sinne

Schliesslich muss geprüft werden, ob die Ungleichbehandlung im engeren Sinne verhältnismässig ist.¹⁸⁹⁶ Die Ungleichbehandlung muss eine *vernünftige Zweck-Mittel-Relation*, d.h. ein vernünftiges Verhältnis zwischen ihrem Zweck und dem Eingriff, den sie für die betroffenen Aktionäre bewirkt, haben.¹⁸⁹⁷ Im Rahmen

¹⁸⁹³ Zum Gesagten vgl. ZINDEL, 239.

¹⁸⁹⁴ Vgl. BGE 117 II 290 E. 4a/aa, S. 301.

¹⁸⁹⁵ Vgl. BGE 95 II 157 E. 9a, S. 162 f.; BGE 93 II 393 E. 7a, S. 406; BGE 91 II 298 E. 2, S. 300 f.; BGer 4C.242/2001, Urteil vom 05.03.2003, E. 3.1; ferner BGE 99 II 55 E. 2, S. 58 («unumgänglich nötig»).

¹⁸⁹⁶ Vgl. HUGUENIN JACOBS, 40 f., die in diesem Zusammenhang einfach von Verhältnismässigkeit spricht.

¹⁸⁹⁷ Zur Verhältnismässigkeit im Rahmen der Prüfung des Sachlichkeitsgebots gem. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR vgl. LIEBI, N 23.

einer Interessenabwägung ist der im Interesse der Gesellschaft verfolgte Zweck mit den Interessen der betroffenen Aktionäre zu vergleichen.

- 972 Es muss bei der Zweck-Mittel-Relation auf die Umstände des Einzelfalles geachtet werden. Die Interessenabwägung ist abhängig von der *Schwere* und dem *Mass der Ungleichbehandlung*. Je schwerer ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt und in die Aktionärsrechte eingreift und je grösser die damit verbundene Ungleichbehandlung ist, desto gewichtiger muss der Zweck sein, der im Interesse der Gesellschaft mit dem Beschluss verfolgt wird.¹⁸⁹⁸ Nach einer Abwägung der Interessen muss der Vorteil der Ungleichbehandlung für die Gesellschaft die Nachteile für die betroffenen Aktionäre überwiegen.

2. Loyalitätsdividenden und das Gleichbehandlungsgebot

- 973 Auf der Grundlage der allgemeinen Ausführungen zum Gleichbehandlungsgebot wird nun untersucht, ob ein Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden das Gebot der Gleichbehandlung wahrt und somit nicht nach Massgabe von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR anfechtbar ist. In einem ersten Schritt geht es um die Frage, ob die Einführung von Loyalitätsdividenden überhaupt zu einer Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes führt. In einem zweiten Schritt ist zu erörtern, ob eine allfällige Ungleichbehandlung durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigt werden kann.

a) *Vorliegen einer Ungleichbehandlung?*

- 974 Zunächst ist festzuhalten, dass eine Ungleichbehandlung im Bereich der vermögensmässigen Rechte *keinen Verstoss gegen zwingendes Recht* darstellt. Der Ausgangspunkt für die Zuweisung der vermögensmässigen Rechte ist das Prinzip der Kapitalproportionalität. Das Gesetz enthält einige Möglichkeiten, um mittels zusätzlicher Differenzierungskriterien von diesem Grundsatz abzuweichen.¹⁸⁹⁹ Dementsprechend qualifiziert das Gesetz die vermögensmässigen Aktionärsrechte auch im Rahmen der Bestimmungen zur Nichtigkeit nicht als zwingend.¹⁹⁰⁰ Ein-

¹⁸⁹⁸ Vgl. HUGUENIN JACOBS, 39 f., wobei unklar ist, ob die Aussagen sich auf die Erforderlichkeit oder die Verhältnismässigkeit i.e.S. beziehen. Je höher z.B. das durch eine Loyalitätsdividende vermittelte Privileg pro Aktie ist, desto strengere Anforderungen sind an den dahinterstehenden Zweck zu stellen.

¹⁸⁹⁹ Siehe vorne Rz. 778.

¹⁹⁰⁰ Vgl. Art. 706b Ziff. 1 OR.

schränkungen vermögensmässiger Rechte sind somit unter Wahrung des Gleichbehandlungsgebots zulässig.¹⁹⁰¹

Im Weiteren ist festzuhalten, dass die Einführung von Loyalitätsdividenden eine Ungleichbehandlung von Aktionären bewirken würde. Die Schaffung vermögensmässiger Privilegien geht regelmässig mit einer Beeinträchtigung der Anteilsvermögensrechte nicht bevorzugter Aktionäre einher.¹⁹⁰² Man könnte zwar argumentieren, langfristig beteiligte Aktionäre befänden sich aufgrund einer längeren Haltedauer der Beteiligung in einer anderen Situation als kurzfristig beteiligte Aktionäre und dürften deshalb auch anders behandelt werden. Eine Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes läge aber nur vor, wenn Gleiches ungleich behandelt würde.¹⁹⁰³ Der Massstab zur Ermittlung einer Ungleichbehandlung ist im Aktienrecht aber nicht die Haltedauer der Beteiligung, sondern die *Kapitalbeteiligung*.¹⁹⁰⁴ Im Übrigen könnte man entgegenhalten, es liege keine Ungleichbehandlung vor, zumal alle gegenwärtigen Aktionäre letztlich zum gleichen Zeitpunkt dieselbe Chance hätten, sich ins Aktienbuch einzutragen und somit eine Loyalitätsdividende zu beziehen. Das ändert aber nichts am Umstand, dass – je nach Eintragung ins Aktienbuch – Kapitalbeteiligungen ungleich behandelt werden. Erhält ein langfristig beteiligter Aktionär im Verhältnis zu einem kurzfristig beteiligten Aktionär mit derselben Kapitalbeteiligung eine höhere Dividende, ist das eine Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes.

b) Rechtfertigung der Ungleichbehandlung

Die durch die Einführung von Loyalitätsdividenden bewirkte Ungleichbehandlung ist gerechtfertigt, wenn sie *zweckmässig* und *verhältnismässig* ist.¹⁹⁰⁵ Sie muss in Bezug auf den ihr zugrunde liegenden Zweck geeignet, erforderlich und verhältnismässig sein.¹⁹⁰⁶ Sie muss aber nicht entscheidend für den Erhalt oder die Entwicklung der Gesellschaft sein.

¹⁹⁰¹ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

¹⁹⁰² HUGUENIN JACOBS, 79.

¹⁹⁰³ Das Gesetz bietet insbesondere die Möglichkeit, verschiedene Aktienkategorien vermögensrechtlich unterschiedlich zu behandeln (vgl. Art. 654 und 656 OR betr. Vorzugsaktien) oder – nach hier vertretener Auffassung – mittels Statutenbestimmung von der Berechnung der Gewinnanteile nach der Kapitalproportionalität abzuweichen (vgl. Art. 661 OR; siehe hierzu vorne Rz. 778 ff.). Vgl. zum französischen Recht GUYON, 2 f.

¹⁹⁰⁴ Vgl. vorne Rz. 877.

¹⁹⁰⁵ Zum Vorliegen einer Ungleichbehandlung im Zusammenhang mit Loyalitätsdividenden siehe vorne Rz. 974 f.

¹⁹⁰⁶ Siehe vorne Rz. 878.

aa) Zweckmässigkeit

- 977 Das Ziel der Einführung von Loyalitätsdividenden ist zweckmässig.¹⁹⁰⁷ Mit der Einführung von Loyalitätsdividenden wird die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen beabsichtigt. Damit soll ein in Bezug auf die Haltedauer ausgewogenes, stabiles Aktionariat geschaffen werden. Es ist zwar umstritten, ob langfristig beteiligte Aktionäre einen positiven Einfluss auf die *langfristige Wertschöpfung* von Unternehmen haben und kurzfristig beteiligte Aktionäre sich nachteilig darauf auswirken. Die Studienlage deutet aber insgesamt eher auf die Vorteile langfristig beteiligter Aktionäre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären hin.¹⁹⁰⁸ Es dürfte somit im Interesse einer Aktiengesellschaft liegen, mit der Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre eine in Bezug auf die Haltedauer ausgewogene Aktionärsbasis zu schaffen.¹⁹⁰⁹ Diese dient insbesondere dann dem Gesellschaftszweck, wenn die Gesellschaft gemäss den Statuten die Schaffung von langfristigem, nachhaltigem Wert anstrebt.¹⁹¹⁰ Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen mittels Einführung von Loyalitätsdividenden ist somit zweckmässig.
- 978 Neben dem Interesse der Gesellschaft an einer ausgewogenen Aktionärsbasis könnten Loyalitätsdividenden zur *Passivität der Aktionäre* und somit zu einer grösseren Freiheit der Geschäftsführung beitragen. Ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, darf nicht dazu führen, dass Sonderinteressen von einzelnen oder mehreren Aktionären oder gar von Dritten im Vordergrund stehen. Ein finanzieller Anreiz zum Aufrechterhalten der Beteiligung verringert die Wahrscheinlichkeit, dass die Aktionäre ihre Beteiligung veräussern. Weil dadurch die Drohung eines Verkaufs weniger wirksam wird, könnte das dazu führen, dass die Leitungsorgane weniger auf die Kritik der Aktionäre reagieren.¹⁹¹¹ Das könnte wiederum zur Folge haben, dass Aktionäre ihre Kontrolle nur zurückhaltend wahrnehmen

¹⁹⁰⁷ Zum Kriterium der Zweckmässigkeit siehe vorne Rz. 951 ff.

¹⁹⁰⁸ Siehe vorne Rz. 485.

¹⁹⁰⁹ Siehe vorne Rz. 563.

¹⁹¹⁰ Vgl. z.B. ABB LTD, Art. 2 Abs. 4; NESTLÉ AG, Art. 2 Abs. 3; NOVARTIS AG, Art. 2 Abs. 3; ferner GEBERIT AG, Art. 2 Abs. 2, gemäss dem die Gesellschaft alle Geschäfte tätigen und Massnahmen ergreifen kann, die geeignet sind, den Gesellschaftszweck direkt oder indirekt zu fördern. Es ist aber nicht erforderlich, dass die Statuten sich ausdrücklich zur langfristigen Wertschöpfung äussern, zumal der Endzweck jeder gewinnstrebigen Aktiengesellschaft das Schaffen von Mehrwert ist und das Gesellschaftsinteresse in der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts liegt (vgl. vorne Rz. 115).

¹⁹¹¹ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 552.

und passiv bleiben.¹⁹¹² Die grössere Freiheit der Leitungsorgane kann – muss aber nicht – dazu führen, dass die Interessen der Gesellschaft weniger gut gewahrt werden. Es muss deshalb bei der Einführung von Loyalitätsdividenden darauf geachtet werden, dass ein wirksamer Widerspruchsmechanismus besteht.¹⁹¹³ Zudem darf die Privilegierung nicht übermässig sein. Anderenfalls könnten Loyalitätsdividenden die Passivität der Aktionäre fördern und das Mass der Kontrolle der Leitungsorgane reduzieren.

bb) Eignung

Die Einführung von Loyalitätsdividenden ist der Theorie zufolge geeignet, den 979
Entscheid der Aktionäre zum Aufrechterhalten oder Verkaufen ihrer Beteiligung zugunsten des Aufrechterhaltens zu beeinflussen. *Finanzielle Anreize* sind geeignet, das Verhalten der Teilnehmer am Kapitalmarkt und somit u.a. der Aktionäre zu beeinflussen. Soweit die Höhe des finanziellen Anreizes bekannt ist, können die Aktionäre den künftigen Mehrertrag ihrer Beteiligung auf absehbare Zeit finanziell bewerten. Ihre Bewertung kann in die Interessenabwägung in Bezug auf das Halten oder Verkaufen ihrer Beteiligung einfließen und diese zugunsten des Haltens beeinflussen.¹⁹¹⁴ Loyalitätsdividenden knüpfen somit an die Ursache kurzfristigen Handelns – das übermässige Abzinsen künftiger Erträge – an.¹⁹¹⁵ Sie eignen sich dazu, das Aufrechterhalten der Beteiligung durch die Aktionäre zu fördern.

Loyalitätsdividenden sind zudem der Theorie zufolge geeignet, Aktionäre zum 980
langfristigen Halten ihrer Beteiligung zu bewegen. Indem das Konzept das Dividendenprivileg von einer minimalen Haltedauer abhängig macht, bewegt es den Aktionär dazu, seine Beteiligung langfristig aufrechtzuerhalten. Um als langfristig zu gelten, muss die minimale Haltedauer auf mindestens zwei Jahre festgelegt werden.¹⁹¹⁶ Loyalitätsdividenden, die auf Aktien ausbezahlt werden, die während mindestens zwei Jahren durch denselben Aktionär gehalten worden sind, eignen sich zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.

Die Erfahrungen aus der Unternehmenspraxis bestätigen den theoretischen Zusam- 981
menhang zwischen Loyalitätsdividenden und längeren Haltedauern. Es gibt zwar

¹⁹¹² Zum niederländischen Recht vgl. DE BEURS, 14.

¹⁹¹³ Der Umstand, dass die Aktionäre sich ins Aktienbuch eintragen lassen müssen, um von der Privilegierung zu profitieren, legt die Grundlage für eine direkte Kommunikation zwischen Aktionären und Geschäftsleitung.

¹⁹¹⁴ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 646.

¹⁹¹⁵ Vgl. vorne Rz. 493 f.

¹⁹¹⁶ Zur Begründung der minimalen Haltedauer vgl. vorne Rz. 230, 319.

keine empirischen Erkenntnisse für diesen Zusammenhang. Es gibt aber immerhin *anekdotische Beweise* aus der Unternehmenspraxis, die einen Zusammenhang zwischen Loyalitätsdividenden und einem grösseren Anteil langfristig beteiligter Aktionäre vermuten lassen.¹⁹¹⁷

- 982 Damit Loyalitätsdividenden tatsächlich zu einer Steigerung der Haltedauern der Aktionäre beitragen, muss die Gesellschaft einen *Schutz vor Umgehungen* vorsehen.¹⁹¹⁸ Trifft die Gesellschaft entsprechende Vorkehrungen, kann aufgrund der bisherigen Erfahrungen in der Unternehmenspraxis im Ausland davon ausgegangen werden, dass Loyalitätsdividenden geeignet sind zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.

cc) Erforderlichkeit

- 983 Es gibt *verschiedene Ansätze*, mit denen versucht wurde, die langfristige Beteiligung oder Orientierung von Aktionären zu fördern, wie namentlich eine verstärkte Kommunikation mit den Aktionären oder die Einführung unterschiedlicher Vorzugsrechte für langfristig beteiligte Aktionäre.¹⁹¹⁹ Es gibt auch verschiedene mögliche Anknüpfungspunkte im Gesetz für Normkonzepte mit derselben Zielsetzung.¹⁹²⁰ Bei der Beurteilung der Erforderlichkeit geht es aber lediglich um die Frage, ob der Aktiengesellschaft nach geltendem Recht mildere, aber ebenso geeignete Massnahmen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zur Verfügung stehen.
- 984 Die Einführung von unmittelbaren finanziellen Anreizen ist das *mildeste geeignete Mittel* und somit erforderlich zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Loyalitätsstimmrechte tragen nicht zur Ausgewogenheit des Aktionariats in Bezug auf die Haltedauer bei und sind deshalb nicht geeignet zur Förderung des angestrebten Zwecks. Eine verstärkte Kommunikation mit den Aktionären mag theoretisch dazu beitragen, dass diese künftige Erträge weniger stark abzinsen und der Druck auf die Gesellschaft zum Erzielen kurzfristiger Erträge abnimmt.¹⁹²¹ In der Praxis ist es ohne finanziellen Anreiz aber schwierig, die Aktio-

¹⁹¹⁷ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 647.

¹⁹¹⁸ Denkbar ist z.B. eine Umgehung mittels treuhänderischer Übertragung der Aktionärsstellung. Zur Verhinderung der Umgehung könnten Gesellschaften vor der Auszahlung der Dividende eine Bestätigung der Aktionäre betreffend die wirtschaftliche Berechtigung verlangen. Siehe hierzu vorne Rz. 728 ff.

¹⁹¹⁹ Siehe vorne Rz. 509 ff.

¹⁹²⁰ Siehe vorne Rz. 594 ff.

¹⁹²¹ Zum niederländischen Recht vgl. DE BEURS, 17 f.

näre tatsächlich zum langfristigen Halten der Beteiligung zu bewegen.¹⁹²² Weitere Konzepte, die auf einer Förderung und Begünstigung mit finanziellen Anreizen basieren, wie z.B. Loyalitätsbezugsrechte und -vorwegzeichnungsrechte sowie Loyalitätsoptionen, können ebenfalls zur Stabilisierung des Aktionariats beitragen. Sie wirken aber – im Gegensatz zu Loyalitätsdividenden – nur während eines bestimmten Zeitraums und nicht langfristig in die Zukunft. Ausserdem sind sie nicht alle in der Praxis erprobt.¹⁹²³ Sie sind deshalb nach aktuellem Stand der Erkenntnis zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen weniger geeignet als Loyalitätsdividenden.

dd) Verhältnismässigkeit im engeren Sinne

Schliesslich kann die Einführung von Loyalitätsdividenden je nach Ausgestaltung auch ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sein. Je höher das Mass der Privilegierung ist, desto stärker der Eingriff in die Aktionärsrechte. Das Mittel muss in einem *vernünftigen Verhältnis* zum angestrebten Zweck der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen stehen. Es darf nicht stärker als nötig in die Rechte der Aktionäre eingreifen.¹⁹²⁴ 985

Die Höhe der Loyalitätsdividende muss demnach so gewählt werden, dass sie genügend hoch ist, um tatsächlich einen Anreiz für das langfristige Halten der Beteiligung zu setzen, und genügend tief, um *nicht übermässig* zu sein. Auf der Grundlage der Erfahrungen mit Loyalitätsdividenden im Ausland liegt die Vermutung nahe, dass eine Höhe der Loyalitätsdividenden von 10% der ordentlichen Dividende erforderlich ist, damit die Privilegierung überhaupt als finanzieller Anreiz für langfristiges Halten wirkt.¹⁹²⁵ In der Praxis gab es bislang Beispiele von Privilegierungen von bis zu 30% der ordentlichen Dividende.¹⁹²⁶ Der Nationalrat ist im Rahmen der Aktienrechtsrevision wohl davon ausgegangen, dass eine Privilegierung von bis zu 20% der ordentlichen Dividende noch verhältnismässig ist.¹⁹²⁷ 986

¹⁹²² Zum niederländischen Recht vgl. TIMMERMAN, E. 3.58.

¹⁹²³ Vgl. vorne Rz. 633.

¹⁹²⁴ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 971 f.

¹⁹²⁵ Zur gesetzlichen Regelung im französischen und italienischen Recht, die beide eine Privilegierung von 10% vorsehen, vgl. Art. L232-14 CCom./FR und Art. 127-quater Abs. 1 TUF/IT. Sie sind zusätzlich pro Aktionär beschränkt auf 0,5% des gesamten Aktienkapitals. Siehe auch vorne Fn. 1486.

¹⁹²⁶ Zum Fall der niederländischen Gesellschaft Koninklijke DSM N.V., die eine Loyalitätsdividende von 30% einführen wollte, siehe vorne Rz. 647.

¹⁹²⁷ Vgl. Art. 661a Abs. 1 E-OR N 2020.

987 Sofern die Einführung von Loyalitätsdividenden die Verkäuflichkeit der Aktie stark beeinträchtigt, müsste die Gesellschaft zusätzlich eine *Beschränkung pro Aktionär* auf einen Prozentsatz des Aktienkapitals vorsehen.¹⁹²⁸ Die rechtliche Handelbarkeit der Aktien bleibt stets gewahrt, zumal die Aktionäre sich nicht verpflichten, die Aktien während eines bestimmten Zeitraums zu halten. Führt die Einführung von Loyalitätsdividenden zu einer starken Abnahme der Liquidität, kann dies die faktische Handelbarkeit der Aktien einer Gesellschaft beeinträchtigen.¹⁹²⁹ Wird die Handelbarkeit der Aktien derart beeinträchtigt, dass die Aktionäre ihre Beteiligungen nicht oder nur zu einem ungünstigen Kurs verkaufen können, kann das u.a. zu einem Verstoss gegen das Gleichbehandlungsgebot führen. Die eingeschränkte Handelbarkeit kann eine materielle Ungleichbehandlung bewirken, weil sie die Aktionäre mit einer grösseren Kapitalbeteiligung stärker betrifft als diejenigen mit einer kleineren Beteiligung.¹⁹³⁰ Die Erfahrungen im Ausland deuten aber eher darauf hin, dass Loyalitätsdividenden sich nicht übermässig negativ auf die Handelbarkeit der Aktien auswirken – zumindest, wenn die Privilegierung pro Aktionär auf einen tiefen Anteil am Aktienkapital beschränkt wird.¹⁹³¹ Solange die freie Handelbarkeit der Aktie gewährleistet bleibt, verstossen Loyalitätsdividenden ohne zusätzliche Beschränkung pro Aktionär nicht gegen das Gleichbehandlungsgebot.

ee) Zwischenfazit

988 Die Einführung von Loyalitätsdividenden kann ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sein. Die Modalitäten der Privilegierung müssen in einem *vernünftigen Verhältnis* zur Einschränkung des Rechts auf Dividende kurzfristig beteiligter Aktionäre stehen. Dabei sind

¹⁹²⁸ Zur entsprechenden Beschränkung im französischen und italienischen Recht vgl. Art. L232-14 CCom./FR und Art. 127-quater Abs. 1 und 2 TUF/IT; vorne Rz. 761. Eine Beschränkung pro Aktionär auf 0,5% des Aktienkapitals erscheint aber gar restriktiv. Zum Gesagten und zum niederländischen Recht vgl. Kamerstukken II 2010/11, 31980, Nr. 48, 5.

¹⁹²⁹ Siehe vorne Rz. 899.

¹⁹³⁰ Es ist unerheblich, dass die eingeschränkte Handelbarkeit nicht zu einer formellen Ungleichbehandlung führt, weil sie alle Aktionäre einer Gesellschaft betrifft. Siehe hierzu vorne Rz. 948.

¹⁹³¹ Eine Beruhigung des Handels ist nicht gänzlich nachteilig, soweit das Handelsvolumen im Kapitalmarkt übermässig ist (siehe vorne Rz. 642). Sollten Loyalitätsdividenden mehr als nur dieses unerwünschte Mass an Liquidität reduzieren, wären sie übermässig.

die Höhe der Privilegierung, die allfällige zusätzliche Beschränkung der Privilegierung pro Aktionär und die minimale Haltedauer zu berücksichtigen.

Nach dem Gesagten und unter Berücksichtigung der bisherigen Erkenntnisse aus der Unternehmenspraxis ist die Einführung einer Loyalitätsdividende von bis zu 20% der *ordentlichen Dividende* ab einer minimalen Haltedauer von zwei Jahren ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Ein Generalversammlungsbeschluss, der sich an diese Eckwerte hält, mag eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken, kann aber sachlich gerechtfertigt werden. Er dient der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Interesse der Gesellschaft und ist somit zweckmässig.¹⁹³² Loyalitätsdividenden sind als finanzielle Anreize geeignet, Aktionäre zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung zu bewegen. Sie sind das mildeste unter den geeigneten Mitteln zur Zweckverfolgung. Und sie sind – sofern beschränkt auf ein vernünftiges Mass – ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. 989

3. Rechtsfolgen eines Verstosses

a) *Anfechtbarkeit*

aa) Anfechtungsgrund

Folgt man – entgegen der hier vertretenen Meinung – der Auffassung, dass der Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden gegen das Gleichbehandlungsgebot verstösst, ist darzulegen, welche Rechtsfolgen ein solcher Verstoß nach sich zieht.¹⁹³³ 990

Ein Verstoß gegen das Gebot der relativen Gleichbehandlung im Aktienrecht führt zur *Anfechtbarkeit* des Generalversammlungsbeschlusses. Das ergibt sich aus dem Wortlaut der Bestimmungen zur Anfechtungsklage.¹⁹³⁴ Ein Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot hat aber nach hier vertretener Auffassung nicht die Nichtigkeit des Beschlusses zur Folge. 991

¹⁹³² Für ein ähnliches Fazit in Bezug auf Informationsprivilegien für langfristig orientierte Grossaktionäre vgl. HOFSTETTER, Gleichbehandlung, 228 ff.

¹⁹³³ Das kann z.B. der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen nicht im Interesse der Gesellschaft liegt. Oder es kann der Fall sein, wenn man Loyalitätsdividenden als nicht verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen erachtet.

¹⁹³⁴ Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

992 Eine Abweichung vom Prinzip der Kapitalproportionalität bei der Berechnung der Dividende erfüllt *keinen Nichtigkeitsgrund*.¹⁹³⁵ Erstens ist das Recht auf Dividende kein zwingend gewährtes Recht.¹⁹³⁶ Der Wortlaut des Gesetzes bringt zum Ausdruck, dass die Berechnung der Gewinnanteile nach der Kapitalbeteiligung eine dispositive Regel ist, von der mittels statutarischer Regelung abgewichen werden darf.¹⁹³⁷ Zweitens ist das Recht auf Dividende ein vermögensmässiges Recht und kein Kontrollrecht.¹⁹³⁸ Und drittens missachtet die Einführung von Loyalitätsdividenden weder die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft noch verstösst sie gegen die Bestimmungen zum Kapitalschutz.¹⁹³⁹ Das Gesetz sieht die Möglichkeit einer Abweichung vom Prinzip der Kapitalproportionalität ausdrücklich vor.¹⁹⁴⁰ Eine Statutenbestimmung, die sich auf eine gesetzliche Ermächtigungsnorm stützt, kann aus gesetzessystematischen Überlegungen nicht gegen die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft verstossen.¹⁹⁴¹ Auch ein Verstoß gegen die Bestimmungen zum Kapitalschutz ist nicht ersichtlich, soweit der Beschluss zur Verwendung des Bilanzgewinns auf einem vorliegenden Revisionsbericht beruht.¹⁹⁴²

bb) Verfahren

993 Im Rahmen eines Anfechtungsprozesses ist die *Beweislast geteilt* je nach Tatsache. Der klagende Aktionär muss die anspruchsbegründenden Tatsachen beweisen.¹⁹⁴³

¹⁹³⁵ Vgl. Art. 706b OR.

¹⁹³⁶ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 1 OR.

¹⁹³⁷ Art. 661 OR («sofern die Statuten nicht etwas anderes vorsehen»). Zum Gesagten siehe vorne Rz. 778 ff.

¹⁹³⁸ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 2 OR.

¹⁹³⁹ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 3 OR. Die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft verletzen z.B. eine Nachschusspflicht für Aktionäre oder die Einführung eines Stimmrechts für Partizipanten (BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706b, N 15). Für weitere Beispiele siehe BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 223.

¹⁹⁴⁰ Siehe vorne Fn. 1523.

¹⁹⁴¹ A.M. BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N 666 f., nach dem Abweichungen gem. Art. 661 OR nur durch die Einführung von Vorzugsaktien, Vorzugspartizipationsscheinen, besonderen Vorteilen oder Genussscheinen möglich seien. Eine Ausschüttung von Dividenden, die eine bestimmte Aktionärsgruppe bevorzugt, verstosse gegen die Grundstruktur der Aktiengesellschaft und sei somit nichtig.

¹⁹⁴² Vgl. Art. 731 Abs. 3 OR.

¹⁹⁴³ Vgl. Art. 8 ZGB. Ebenfalls berechtigt zur Erhebung der Anfechtungsklage sind der Verwaltungsrat, die Partizipanten (Art. 656a Abs. 2, Art. 656c Abs. 1 und 2 OR *e contrario*; BVGer B-6017/2012, Urteil vom 13.06.2013, E. 7.3) und – soweit die Statuten ihnen dieses Recht einräumen – auch die Genussscheininhaber (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 47 N 33).

Er muss namentlich darlegen, dass der Beschluss betreffend die Einführung von Loyalitätsdividenden eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirkt. Die beklagte Gesellschaft muss demgegenüber nachweisen, dass die Ungleichbehandlung der Aktionäre gerechtfertigt ist, mithin im Interesse der Gesellschaft liegt und verhältnismässig ist.

Die Gesellschaft kann den Nachweis der Zweckmässigkeit mit Hinweisen auf die ökonomische Theorie zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt, die empirischen Erkenntnisse hierzu im Allgemeinen und die anekdotischen Beweise betreffend Loyalitätsdividenden im Besonderen erbringen.¹⁹⁴⁴ Sie muss zweierlei darlegen: erstens, dass die Einführung von Loyalitätsdividenden durch die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen einen Beitrag zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts leistet, und zweitens, dass Loyalitätsdividenden ein geeignetes, erforderliches und verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sind.¹⁹⁴⁵ Das ist nach der hier vertretenen Auffassung der Fall, sofern der Beschluss dem vorliegend dargestellten Grundmodell entspricht.¹⁹⁴⁶ Es ist zu empfehlen, dass der Verwaltungsrat den Aktionären mit dem Beschlussantrag den mit der Einführung von Loyalitätsdividenden verfolgten Zweck darlegt und deren Auswirkungen erläutert.¹⁹⁴⁷ 994

Ein Gericht dürfte Mehrheitsentscheide der Generalversammlung nur mit Zurückhaltung als nicht im Gesellschaftsinteresse liegend qualifizieren.¹⁹⁴⁸ Die Rechtsprechung räumt der Mehrheit an der Generalversammlung einen weiten *Ermessensspielraum* zur Ausübung ihrer Macht ein und begrenzt die Prüfungsbefugnis des Gerichts teilweise gar auf eine Rechtsmissbrauchskontrolle.¹⁹⁴⁹ Der Aktionär un- 995

¹⁹⁴⁴ Vgl. vorne Rz. 481 ff., 647.

¹⁹⁴⁵ Vgl. vorne Rz. 976 ff.

¹⁹⁴⁶ Siehe vorne Rz. 989.

¹⁹⁴⁷ Zum einen wird daraus ersichtlich, inwieweit der Verwaltungsrat mit dem Beschlussantrag seiner Treuepflicht gem. Art. 717 Abs. 1 OR nachkommt. Zum anderen dienen die Hintergrundinformationen der Transparenz gegenüber den Aktionären und können auch in einem allfälligen Anfechtungsverfahren wieder verwendet werden.

¹⁹⁴⁸ STÖCKLI, 345, der dies aus der Rechtsprechung des Bundesgerichts herleitet.

¹⁹⁴⁹ BGE 102 II 265 E. 3, S. 269; BGER 4C.419/2006, Urteil vom 19.04.2007, E. 3.1, 3.3; BGER 4C.242/2001, Urteil vom 05.03.2003, E. 3.3; vgl. BGER 4C.386/2002, Urteil vom 12.10.2004, E. 3.2, 3.3, 3.4.3, in dem die Ausrichtung einer Tantieme als vereinbar mit dem Sachlichkeitsgebot und dem Gleichbehandlungsgebot qualifiziert wurde. Es wurde aber relativ umfassend geprüft, ob der Beschluss auch vereinbar mit dem Rechtsmissbrauchsverbot war; krit. betreffend eine zu grossen Zurückhaltung des Gerichts BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 15b; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 12 ff.

terwirft sich mit seinem Eintritt in die Gesellschaft bewusst dem Willen der Mehrheit. Er anerkennt, dass die Mehrheit innerhalb gewisser Schranken auch dann mit Bindungswirkung für alle entscheidet, wenn sie dabei ihre eigenen Interessen in den Vordergrund stellt.¹⁹⁵⁰

- 996 Eine gewisse richterliche *Zurückhaltung* bei der Beurteilung der Vereinbarkeit von Beschlüssen mit dem Gesellschaftsinteresse erscheint angemessen, damit die gemeinsame Zweckverfolgung nicht verunmöglicht wird. Der Umstand, dass bestimmte Minderheitsaktionäre nachteilig betroffen sind, reicht deshalb nicht aus, um Loyalitätsdividenden gesamthaft als unzulässig zu betrachten.¹⁹⁵¹ Angesichts der präzise formulierten Anfechtungsgründe im Gesetz, die nicht auf eine Überprüfung der Vereinbarkeit von Generalversammlungsbeschlüssen mit dem Rechtsmissbrauchsverbot beschränkt sind, erscheint eine allzu grosse Zurückhaltung des Gerichts aber auch nicht angemessen. Wenn ein Gericht sich in unternehmerische Entscheide einmischt, sollte es das jedenfalls unter Einbezug rechtsökonomischer Erkenntnisse tun. Es dürfte für Gerichte regelmässig schwierig sein, einen Entscheid, den der Verwaltungsrat mit wirtschaftlichen Überlegungen begründet und in Kenntnis der besonderen Umstände des betroffenen Unternehmens getroffen hat, mit einer eigenen Wertung und ohne fundierte unternehmensspezifische Informationen als nicht im Gesellschaftsinteresse liegend zu qualifizieren.
- 997 Sowohl der Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden als auch dessen allfällig erfolgreiche Anfechtung entfalten *Wirkung gegenüber allen Aktionären*.¹⁹⁵² Eine beschlossene Statutenbestimmung wirkt insbesondere gegenüber denjenigen Aktionären, die dem Beschluss nicht zugestimmt haben. Der Handelsregisterführer ist grundsätzlich verpflichtet, auch anfechtbare Beschlüsse unverzüglich nach der Anmeldung durch den Verwaltungsrat ins Handelsregister einzutragen.¹⁹⁵³ Er ist ausnahmsweise verpflichtet, zuzuwarten, sofern eine Einsprache gemäss Art. 162 HRegV eingelegt wurde.¹⁹⁵⁴ Wird der Beschluss über eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden erfolgreich angefochten, fällt diese *ex tunc* dahin.¹⁹⁵⁵

¹⁹⁵⁰ Zum Gesagten siehe BGE 102 II 265 E. 3, S. 269; BGE 99 II 55 E. 4b, S. 62; BGE 95 II 157 E. 9b, S. 163; BGer 4C.419/2006, Urteil vom 19.04.2007, E. 3.3; vgl. BGE 100 II 384 E. 2a, S. 389.

¹⁹⁵¹ Zum niederländischen Recht und betreffend Loyalitätsstimmrechte vgl. Rechtbank Amsterdam C13678130/KG ZA 20–17, Urteil vom 26.02.2020, E. 4.3.

¹⁹⁵² Vgl. Art. 706 Abs. 5 OR.

¹⁹⁵³ BGE 114 II 68 E. 2, S. 70 f.

¹⁹⁵⁴ BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 26; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 N 57.

¹⁹⁵⁵ ZK-TANNER, Art. 706 OR, N 199.

Das Gericht fällt in diesem Falle ein auflösendes Gestaltungsurteil, mit dem der angefochtene Generalversammlungsbeschluss rückwirkend aufgehoben wird.¹⁹⁵⁶ Dieses wirkt für und gegen alle Aktionäre und im Übrigen gegenüber jedermann.¹⁹⁵⁷

Soweit eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden als nicht mit dem Gleichbehandlungsgebot vereinbar beurteilt wird, fällt sie spätestens mit der erfolgreichen Geltendmachung des Anfechtungsgrundes *ex tunc* dahin.¹⁹⁵⁸ 998

b) Konversion

Es ist deshalb zu prüfen, inwieweit die betroffene Statutenbestimmung im Sinne einer Konversion als *vertragliche Vereinbarung* zwischen den zustimmenden Aktionären weiterbestehen kann. 999

Im Falle von Loyalitätsdividenden ist eine *Konversion nicht möglich*. Die Umwandlung in eine vertragliche Vereinbarung ist nur möglich, wenn die vertragliche Regelung betreffend die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre eine ähnliche Zwecksetzung verfolgt und den gleichen Erfolg hat wie eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden. Das Erfordernis der ähnlichen Zwecksetzung mag erfüllt sein. Eine vertragliche Vereinbarung hätte aber nicht den gleichen und auch nicht einen ähnlichen Erfolg wie eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden. Sie würde sich in Bezug auf den Wirkungskreis und die Wirkungsweise von einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden unterscheiden. Sie wäre deshalb nicht vom hypothetischen Willen der Aktionäre getragen. Eine Konversion ist im Falle einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden somit ausgeschlossen.¹⁹⁵⁹ 1000

4. Fazit

Als Ergebnis kann festgehalten werden, dass die Einführung von Loyalitätsdividenden *keine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung* der Aktionäre bewirkt. Loyalitätsdividenden schaffen zwar vermögensmässige Privilegien zugunsten bestimmter Aktionäre und beeinträchtigen zugleich die Anteilsvermögensrechte nicht bevorzugter Aktionäre. Das führt zu einer Ungleichbehandlung im Sinne 1001

¹⁹⁵⁶ BGE 138 III 204 E.4.1, S.212; BGE 110 II 387 E.2c, S.390 m.w.H.; BGer 4A_98/2020, Urteil vom 21.01.2021, E.3.3.1.

¹⁹⁵⁷ Art. 706 Abs. 5 OR; RIEMER, Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage, N 218.

¹⁹⁵⁸ BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 25; ZK-TANNER, Art. 706 OR, N 199.

¹⁹⁵⁹ Zu den Voraussetzungen der Konversion siehe vorne Rz. 175.

des Gesetzes.¹⁹⁶⁰ Die Ungleichbehandlung kann aber sachlich gerechtfertigt werden.¹⁹⁶¹

- 1002 Die Einführung von Loyalitätsdividenden kann ein *verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen* sein. Unter Berücksichtigung der bisherigen Erkenntnisse aus der Unternehmenspraxis ist die Einführung einer Loyalitätsdividende von bis zu 20% der ordentlichen Dividende ab einer minimalen Haltedauer von zwei Jahren ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Ein Generalversammlungsbeschluss, der sich an diese Eckwerte hält, mag eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken, kann aber sachlich gerechtfertigt werden. Loyalitätsdividenden mit diesen Eckwerten dienen der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Interesse der Gesellschaft und sind somit zweckmässig. Sie sind geeignet, Aktionäre zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung zu bewegen. Sie sind das mildeste unter den geeigneten Mitteln zur Zweckverfolgung. Und sie sind ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.¹⁹⁶²

IV. Fazit und Ausgestaltung der Statutenbestimmung

- 1003 Die Einführung von Loyalitätsdividenden nach dem vorliegend dargestellten Grundmodell ist zulässig. Aktiengesellschaften dürfen auf diejenigen Aktien, deren Eigentümer ununterbrochen seit mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen ist, eine bis zu 20% höhere Dividende ausrichten.
- 1004 Es bedarf dazu der Schaffung einer *statutarischen Grundlage*. Ein blosser Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss genügt nicht. Es ist nicht erforderlich, dazu eine separate Aktienkategorie zu schaffen. Der Beschluss zur Einführung kann mit der absoluten Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen gefällt werden.¹⁹⁶³ Die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden entfaltet Rechtswirkung gegenüber allen gegenwärtigen und künftigen Aktionären. Sie ist im Weiteren massgeblich für die Gesellschaftsorgane.
- 1005 Loyalitätsdividenden nach dem vorliegend dargestellten Grundmodell sind *aus aktienrechtlicher Sicht zulässig*. Sie verstossen nicht gegen das Verbot statutori-

¹⁹⁶⁰ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

¹⁹⁶¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 988 ff.

¹⁹⁶² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 989.

¹⁹⁶³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 804.

scher Nebenleistungspflichten, weil sie den Aktionären keine faktische oder rechtliche Pflicht, namentlich zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung, auferlegen. Loyalitätsdividenden verstossen auch nicht gegen das Verbot der Ungleichbehandlung der Aktionäre, zumal sie ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sind und deren Einführung und Ausrichtung somit im Interesse der Gesellschaft liegen.¹⁹⁶⁴

Der *notwendige Inhalt der Statutenbestimmung* umfasst verschiedene Elemente. Sind die Voraussetzungen, das Mass der Berechtigung und der Beginn sowie das Ende der Berechtigung zu einer Loyalitätsdividende bekannt und hinreichend bestimmt, bildet die Statutenbestimmung eine genügende Grundlage für die Anwendung in der Praxis. Sie enthält dann die erforderlichen Angaben, anhand derer die Aktionäre die Rechtmässigkeit der Statutenklausel beurteilen und gerichtlich überprüfen lassen können.¹⁹⁶⁵ 1006

Auf der Grundlage der in diesem Kapitel gewonnenen Erkenntnisse wurde ein Vorschlag für eine mögliche Statutenbestimmung zur Einführung von Loyalitätsdividenden erarbeitet. Er dient als Anregung für die Umsetzung dieses neuartigen Konzepts zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.¹⁹⁶⁶ 1007

¹⁹⁶⁴ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1001.

¹⁹⁶⁵ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 713 ff.

¹⁹⁶⁶ Zum Ganzen siehe hinten Anhang 1.

§ 5 Loyalitätsbezugsrechte

Im Weiteren wird auf verschiedene Aspekte von *Loyalitätsbezugsrechten* eingegangen. Die Untersuchung wird in zweierlei Hinsicht eingeschränkt. 1008

Zum einen wird die Untersuchung eingeschränkt auf *Loyalitätsbezugsrechte im Rahmen eines Kapitalbands*. Damit Loyalitätsbezugsrechte einen Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen setzen, muss die Kapitalerhöhung, in deren Rahmen langfristig beteiligte Aktionäre privilegiert werden, zwei Jahre oder länger nach der Genehmigung der entsprechenden statutarischen Grundlage durch die Generalversammlung erfolgen. Das ist seit Inkrafttreten der Aktienrechtsrevision 2020 am 1. Januar 2023 nur noch möglich bei Kapitalerhöhungen im Rahmen eines Kapitalbands. Das Kapitalband ersetzt das Institut der genehmigten Kapitalerhöhung.¹⁹⁶⁷ Eine Privilegierung im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung würde keinen Anreiz für langfristiges Halten setzen, sondern bestenfalls rückwirkend langfristig beteiligte Aktionäre belohnen. Der Generalversammlungsbeschluss zur ordentlichen Kapitalerhöhung muss innert drei oder nach neuem Recht innert sechs Monaten umgesetzt werden.¹⁹⁶⁸ Ein Aktionär könnte den Entscheid, seine Beteiligung zu halten, erst ab dem Zeitpunkt des Generalversammlungsbeschlusses betreffend die ordentliche Kapitalerhöhung im Wissen um eine künftige Privilegierung treffen. Die gesetzlich vorgeschriebene Zeitspanne von drei oder nach künftigem Recht sechs Monaten zwischen der Ankündigung der Privilegierung (Generalversammlungsbeschluss) und dem Vollzug der Privilegierung (ordentliche Kapitalerhöhung) wäre zu kurz, um im Sinne des Leitbilds der Aktionärsloyalität als langfristig zu gelten. Zudem wäre das Abstellen auf einen in der Vergangenheit liegenden Tatbestand unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten problematisch.¹⁹⁶⁹ 1009

Zum anderen wird die Untersuchung eingeschränkt auf Loyalitätsbezugsrechte im Rahmen eines Kapitalbands, die den langfristig beteiligten Aktionären einen im Verhältnis zu den kurzfristig beteiligten Aktionären *tieferen Ausgabebetrag* gewähren statt ein Vorzugsrecht auf einen Anteil am neu geschaffenen Aktienkapital.¹⁹⁷⁰ Die Einschränkung erfolgt aus zwei Gründen: Erstens sind unmittelbare 1010

¹⁹⁶⁷ BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 435.

¹⁹⁶⁸ Art. 650 Abs. 3 OR.

¹⁹⁶⁹ Vgl. hinten Rz. 1040.

¹⁹⁷⁰ Dazu wird auf die Bestimmungen des neuen Aktienrechts abgestellt, die seit 1. Januar 2023 in Kraft sind.

finanzielle Anreize der Theorie zufolge am besten geeignet zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Loyalitätsbezugsrechte mit tieferem Ausgabebetrag sind deshalb eher zur Zweckerreichung geeignet als solche, die den langfristig beteiligten Aktionären gesamthaft einen Anspruch auf einen bestimmten Anteil von neu geschaffenen Aktienkapital geben und zugleich das Bezugsrecht kurzfristig beteiligter Aktionäre auf diesem Anteil aufheben.¹⁹⁷¹ Sie können einen – wenngleich gegenüber Loyalitätsdividenden eingeschränkten – Beitrag zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und somit langfristiger Wertschöpfung leisten. Zweitens ist eine Ungleichbehandlung bei der Gewährung vermögensmässiger Privilegien eher verhältnismässig im engeren Sinne als eine Einschränkung in Bezug auf die Schutzrechte. Die Einschränkung des Bezugsrechts an sich wäre ein stärkerer Eingriff in die Rechte der Aktionäre und somit schwerer zu rechtfertigen. Die Untersuchung wird deshalb eingeschränkt auf Loyalitätsbezugsrechte mit einem tieferen Ausgabebetrag.

- 1011 Die Untersuchung des Konzepts folgt dem gleichen Schema wie diejenige von Loyalitätsdividenden. In einem ersten Schritt werden die Eckpunkte eines möglichen Grundmodells von Loyalitätsbezugsrechten umschrieben (I.). Dieses vorläufige Grundmodell wird in einem zweiten Schritt einer Prüfung unterzogen. Dabei geht es zunächst um die Klärung der materiellen Gültigkeit von Statutenklauseln betreffend Loyalitätsbezugsrechte (II.) und danach um deren aktienrechtliche Zulässigkeit (III.). Aus den Erkenntnissen dieses Kapitels werden die Bausteine für eine Muster-Statutenklausel für Loyalitätsbezugsrechte hergeleitet (IV. und Anhang 2).

I. Grundmodell

- 1012 Die Statuten einer Aktiengesellschaft könnten vorsehen, dass auf denjenigen Anteil der Aktien, der seit einer bestimmten Zeit ununterbrochen vom gleichen Aktionär gehalten wird, ein *tieferer Ausgabebetrag* beim Bezug von im Rahmen einer Kapitalerhöhung neu geschaffenen Aktien gewährt wird.
- 1013 Die Statuten könnten im Ermächtigungsbeschluss zur Einführung eines Kapitalbands die *Grundzüge* dieser Loyalitätsbezugsrechte in formeller und materieller Hinsicht festlegen. In formeller Hinsicht sollten sie die Zuständigkeiten und die erforderlichen Beschlüsse der Organe der Gesellschaft regeln (A.). In materieller Hinsicht sollten sie Bestimmungen zu den Voraussetzungen der Berechtigung, zur

¹⁹⁷¹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 659.

Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zur Art und zum Mass der Berechtigung enthalten (B.).

A. Formelle Grundsätze

Die Gewährung von Loyalitätsbezugsrechten bedarf der Einführung eines Kapitalbands mittels *Statutenbestimmung*. Die Bestimmungen zum neu geschaffenen Rechtsinstitut des Kapitalbands sehen vor, dass die Gesellschaft den Verwaltungsrat mit einer Statutenbestimmung ermächtigen kann, das Aktienkapital in einem Zeitraum von maximal fünf Jahren innerhalb einer Bandbreite zu erhöhen und/oder herabzusetzen.¹⁹⁷² Mit der Gewährung von Loyalitätsbezugsrechten nach der vorliegend untersuchten Art wird langfristig beteiligten Aktionären der Bezug neuer Aktien bei einer Kapitalerhöhung im Rahmen eines Kapitalbands zu einem tieferen Ausgabebetrag als kurzfristig beteiligten Aktionären angeboten. Damit eine solche Begünstigung überhaupt erst möglich wird, muss mittels Statutenbestimmung ein Kapitalband eingeführt werden. 1014

Die Beschlussfassung über eine Statutenbestimmung zur Einführung eines Kapitalbands und über die Festsetzung des Ausgabebetrags des Bezugsrechts liegt in der *Zuständigkeit verschiedener Organe*. Die Festsetzung und Änderung der Statuten sowie die Beschlussfassung über die Einführung eines Kapitalbands, der sog. Ermächtigungsbeschluss,¹⁹⁷³ sind unentziehbare Kompetenzen der Generalversammlung.¹⁹⁷⁴ Sofern die Statuten nicht ein höheres Quorum festlegen, fasst die Generalversammlung den Ermächtigungsbeschluss mit einer qualifizierten Mehrheit von zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.¹⁹⁷⁵ Die Festsetzung des Ausgabebetrags liegt hingegen nach dispositiver gesetzlicher Regelung in der Zuständigkeit des Verwaltungsrats.¹⁹⁷⁶ Aus formellen Überlegungen genügt somit ein Beschluss des Verwaltungsrats zur Fest- 1015

¹⁹⁷² Art. 653 s Abs. 1 OR. Die Obergrenze des Kapitalbands darf das im Handelsregister eingetragene Aktienkapital höchstens um die Hälfte übersteigen, während die Untergrenze bei der Hälfte des eingetragenen Aktienkapitals liegt (Art. 653 s Abs. 2 OR).

¹⁹⁷³ Art. 653u Abs. 2 OR.

¹⁹⁷⁴ Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 und Art. 698 Abs. 2 Ziff. 9 i.V.m. Art. 653 s Abs. 1 OR.

¹⁹⁷⁵ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 und Abs. 2 OR.

¹⁹⁷⁶ Vgl. Art. 653t *e contrario*, Art. 653u Abs. 2 und 5 OR i.V.m. Art. 650 Abs. 2 Ziff. 2 OR. Bei Loyalitätsbezugsrechten mit einem Vorzugsrecht für langfristig beteiligte Aktionäre müssten die Aufhebung des Bezugsrechts und die wichtigen Gründe zu dessen Einschränkung im Ermächtigungsbeschluss enthalten sein (Art. 653t Abs. 1 Ziff. 7 OR).

setzung unterschiedlicher Ausgabebeträge für kurzfristig und langfristig beteiligte Aktionäre. Die Generalversammlung kann – muss aber nicht – im Rahmen des Ermächtigungsbeschlusses darauf Einfluss nehmen.¹⁹⁷⁷ Aus materiellen Überlegungen ist es aber erforderlich, dass der Ermächtigungsbeschluss dem Verwaltungsrat vorschreibt, dass langfristig beteiligten Aktionären ein um ein bestimmtes Verhältnis tieferer Ausgabebetrag gewährt wird.¹⁹⁷⁸

- 1016 Es braucht somit *zwei Beschlüsse* zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre mittels tieferen Ausgabebetrags bei der Gewährung von Bezugsrechten: Erstens bedarf es eines Beschlusses der Generalversammlung zur Einführung einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband. Zweitens braucht es unabhängig davon einen Beschluss des Verwaltungsrats betreffend die Kapitalerhöhung.¹⁹⁷⁹ Der Inhalt des Beschlusses verändert sich mit der Schaffung von Loyalitätsbezugsrechten nur geringfügig. Es müssen anstelle eines Ausgabebetrags verschiedene Ausgabebeträge für kurzfristig und langfristig beteiligte Aktionäre festgesetzt werden.¹⁹⁸⁰ Das Verhältnis der verschiedenen Ausgabebeträge muss dem Ermächtigungsbeschluss entsprechen.

B. Materielle Grundsätze

1. Vorbemerkung

- 1017 Die Statutenbestimmung sollte in materieller Hinsicht die *Grundsätze* der Berechtigung zu den Loyalitätsbezugsrechten festlegen. Dazu gehören die Voraussetzungen des Anspruchs auf einen tieferen Ausgabebetrag, Angaben zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zu Beginn und Ende der Berechtigung sowie zum Umfang der Berechtigung. Dem Verwaltungsrat soll bei Kapitalerhöhungsbeschlüssen zu diesen Punkten kein Ermessensspielraum zukommen, weitere erschwerende Bedingungen vorzusehen. Die Aktionäre müssen Gewissheit haben, unter welchen Voraussetzungen ihnen bei den Kapitalerhöhungen im Rahmen des Kapitalbands ein tieferer Ausgabebetrag gewährt wird. Erst mit dieser

¹⁹⁷⁷ Z.B., indem sie entsprechende Einschränkungen, Auflagen oder Bedingungen darin aufnimmt.

¹⁹⁷⁸ Vgl. z.B. auch Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3^{bis} E-OR N 2018).

¹⁹⁷⁹ Art. 653u Abs. 2 und 5 OR i.V.m. Art. 650 Abs. 2 OR.

¹⁹⁸⁰ Zu unterschiedlichen Ausgabepreisen im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung vgl. THOMMEN/KÖHLI MÜLLER, N 23 ff., insb. 27. Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit siehe hinten Rz. 1094 ff.

Gewissheit kann das Loyalitätsbezugsrecht als Anreiz für langfristiges Halten der Beteiligung wirken.¹⁹⁸¹

2. Persönlicher Anwendungsbereich

Der persönliche Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband erstreckt sich auf *alle aktuellen und künftigen Aktionäre* einer Gesellschaft.¹⁹⁸² 1018

Entscheidet sich eine Gesellschaft mit Partizipationskapital für die Schaffung von Loyalitätsbezugsrechten, muss sie *langfristig beteiligten Partizipanten* ebenfalls Bezugsrechte zu einem entsprechend tieferen Ausgabebetrag einräumen. Die Partizipanten dürfen beim Bezug neuer Aktien nicht schlechter gestellt werden als die Aktionäre.¹⁹⁸³ Sie haben bei einer ungleichen Erhöhung des Aktien- und Partizipationskapitals das Recht auf eine Zuteilung der Bezugsrechte, die es ihnen erlaubt, am gesamten Kapital gleich wie bis anhin beteiligt zu bleiben.¹⁹⁸⁴ Bei einer Gesellschaft mit Partizipationskapital muss sich die Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband auch auf langfristig beteiligte Partizipanten beziehen.¹⁹⁸⁵ Die Berechtigung der Partizipanten könnte anhand der Einträge im Partizipations-scheinregister ermittelt werden. Soweit es im Folgenden nicht anders vermerkt ist, gilt für Partizipanten in Bezug auf Loyalitätsbezugsrechte das Gleiche wie für Aktionäre. 1019

Entscheidet sich eine Gesellschaft, die *Genussscheine* mit Anrecht auf den Bezug neuer Aktien oder Partizipationsscheine ausgegeben hat, für die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten, richtet sich der Anspruch der Genussscheininhaber nach der Regelung in den Statuten.¹⁹⁸⁶ Genussscheine können den Berechtigten unter anderem Bezugsrechte verleihen.¹⁹⁸⁷ Soweit die Genussscheine den Aktien in den Statuten hinsichtlich der Bezugsrechte gleichgestellt wurden,¹⁹⁸⁸ muss sich die Statutenbestimmung betreffend das Kapitalband auch auf langfristig beteiligte Ge- 1020

¹⁹⁸¹ Kann der Aktionär den Vorteil mangels Bestimmtheit nicht bewerten, hat ein Loyalitätsbezugsrecht auch keinen Einfluss auf den Entschluss hinsichtlich des Haltens oder Verkaufens seiner Beteiligung. Vgl. vorne Rz. 636.

¹⁹⁸² Siehe im Einzelnen hinten Rz. 1075.

¹⁹⁸³ Art. 656a ff., insb. Art. 656f Abs. 1 OR.

¹⁹⁸⁴ Art. 656g Abs. 3 OR.

¹⁹⁸⁵ Siehe hinten Anhang 2, Ziff. 7.

¹⁹⁸⁶ Vgl. Art. 657 OR.

¹⁹⁸⁷ Vgl. Art. 657 Abs. 2 OR.

¹⁹⁸⁸ Vgl. z.B. ROCHE HOLDING AG, § 4 Abs. 4 und § 5.

nusscheininhaber beziehen.¹⁹⁸⁹ Das bedeutet, dass die Genussscheininhaber gleichermaßen wie die Aktionäre ein Recht auf Bezug neu ausgegebener Aktien haben. Ob allerdings die Förderung und Begünstigung langfristigen Haltens von Genussscheinen im Interesse der Gesellschaft liegt und somit dem Sachlichkeitsgebot entspricht, ist unklar.¹⁹⁹⁰ Der Anspruch der Genussscheininhaber richtet sich in jedem Fall nach den Statuten.

3. Minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung

1021 Die Statutenbestimmung betreffend das Kapitalband sollte die minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung enthalten, ab der die Aktionäre Anrecht auf ein Loyalitätsbezugsrecht haben. Es sollte eine *mindestens zweijährige Aktionärsbeteiligung* für die Berechtigung zum Bezug neuer Aktien zu einem tieferen Ausgabebetrag vorausgesetzt werden. Der Zweck von Loyalitätsbezugsrechten ist die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Als langfristig gelten Aktionärsbeteiligungen ab zwei Jahren.¹⁹⁹¹ Deshalb sollte die Statutenbestimmung betreffend das Kapitalband die Berechtigung auf Aktien beschränken, die während mindestens zwei Jahren ununterbrochen vom gleichen Aktionär gehalten wurden. Der tiefere Ausgabebetrag würde somit denjenigen Teil der ihm zustehenden neu ausgegebenen Aktien betreffen, der seinem bisherigen langfristig gehaltenen Anteil entspricht.¹⁹⁹² Könnte der Aktionär sämtliche ihm zustehenden neu geschaffenen Aktien zu einem tieferen Ausgabebetrag zeichnen, obwohl er nur einen Teil seiner Beteiligung langfristig gehalten hat, könnte der Regelungszweck umgangen werden. Der langfristig beteiligte Aktionär wird somit lediglich in Bezug auf den langfristig gehaltenen Teil seiner Aktien und nicht zwingend in Bezug auf seine gesamte Beteiligung bevorzugt.

¹⁹⁸⁹ Das bedeutet, dass ein tieferer Ausgabebetrag gewährt würde, wenn die den Optionsrechten zugrunde liegenden Genussscheine während der statutarisch bestimmten Frist gehalten werden. Die Gesellschaft müsste in diesem Fall einen Weg zur Nachvollziehbarkeit der Inhaberschaft finden, z.B. in Form eines Verzeichnisses.

¹⁹⁹⁰ Es wird deshalb in der Muster-Statutenbestimmung auf den Einbezug von Genussscheininhabern verzichtet (vgl. hinten Anhang 2). Wollte eine Gesellschaft mit Genussscheinen Loyalitätsbezugsrechte einführen, bestünde ein zusätzlicher Regelungsbedarf.

¹⁹⁹¹ Siehe vorne Rz. 319 und 623.

¹⁹⁹² Hält ein Aktionär z.B. die Hälfte seiner Aktien seit mehr als zwei Jahren, die andere Hälfte jedoch erst kürzer, kann er 50% der ihm zustehenden neu gezeichneten Aktien zu einem tieferen Ausgabebetrag zeichnen. Die andere Hälfte der ihm zustehenden neu geschaffenen Aktien könnte er zum regulären Ausgabebetrag zeichnen.

4. Nachweis der Berechtigung

Die Statutenbestimmung betreffend das Kapitalband sollte auch Bestimmungen zum Nachweis der Berechtigung enthalten. 1022

a) *Eintrag im Aktienbuch*

aa) *Namenaktien*

Bei *Namenaktien* kann der Verwaltungsrat beim Erhöhungsbeschluss zur Ermittlung der zweijährigen Dauer der Aktionärsbeteiligung auf den Eintrag im Aktienbuch abstellen.¹⁹⁹³ Ein tieferer Ausgabebetrag auf den Bezug neuer Aktien würde den Aktionären anteilmässig auf demjenigen Teil neu ausgegebener Aktien gewährt, der dem Anteil langfristig gehaltener Aktien ihrer bisherigen Beteiligung entspricht. Als langfristig gehalten gelten diejenigen Aktien, deren Eigentümer zum Zeitpunkt des Kapitalerhöhungsbeschlusses seit mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen ist. Hat eine Gesellschaft Partizipationsscheine ausgegeben, müsste die Gesellschaft auch deren Eigentümer in einem Verzeichnis registrieren, um die Berechtigung der Partizipanten zu ermitteln.¹⁹⁹⁴ Im Falle eines Wechsels des Eigentümers ginge das Privileg grundsätzlich unter.¹⁹⁹⁵ 1023

Bei Gesellschaften mit einer *Vinkulierungsbestimmung* in den Statuten ist die Eintragung ins Aktienbuch abhängig von der Anerkennung des Aktionärs durch den Verwaltungsrat. Je nachdem, ob die Beteiligungspapiere der Gesellschaft an der Börse kotiert sind oder nicht, hat die Ablehnung des Aktionärs eine andere Wirkung auf den Lauf der für den Anspruch auf ein Loyalitätsbezugsrecht massgeblichen Haltefrist. Bei börsenkotierten Gesellschaften beginnt die Haltefrist für den Anspruch auf ein Loyalitätsbezugsrecht auch dann zu laufen, wenn der Aktionär ohne Stimmrecht ins Aktienbuch eingetragen wird. Diesfalls kann er ausser dem Stimmrecht und den damit zusammenhängenden Mitwirkungs- und Auskunftsrechten sämtliche Mitgliedschaftsrechte, einschliesslich des Bezugsrechts, geltend machen.¹⁹⁹⁶ Bei nicht börsenkotierten Gesellschaften beginnt die für das Loyalitätsbezugsrecht relevante Haltedauer erst zu laufen, wenn die für die Übertragung der Aktien erforderliche Zustimmung erteilt worden ist. Davor verbleiben das 1024

¹⁹⁹³ Vgl. vorne Rz. 724.

¹⁹⁹⁴ Diese sind den Aktionären in vermögensrechtlicher Hinsicht gleichgestellt, siehe vorne Rz. 81.

¹⁹⁹⁵ Zur Berechtigung in besonderen Konstellationen siehe hinten Rz. 1027 ff.

¹⁹⁹⁶ Zum Gesagten vgl. Art. 685f Abs. 3 OR *e contrario*.

Eigentum an den Aktien und alle damit zusammenhängenden Rechte beim Veräusserer.¹⁹⁹⁷

bb) Inhaberaktien

- 1025 Eine Gesellschaft mit Inhaberaktien sollte von der Gewährung von Loyalitätsbezugsrechten absehen, zumal der Nachweis der Berechtigung nicht ohne Weiteres möglich ist.¹⁹⁹⁸ Der Nachweis der Berechtigung wäre bei Gesellschaften mit Inhaberaktien allenfalls möglich, sofern die Gesellschaft auf statutarischer Grundlage ein *Verzeichnis der Inhaberaktionäre* führt. Dazu müsste die Gesellschaft in einem ersten Schritt alle ihre Aktionäre identifizieren und diese in einem zweiten Schritt dazu verpflichten, den Erwerb und die Veräusserung von Aktien zu melden.¹⁹⁹⁹ Es besteht aber auch bei einer Meldepflicht keine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben im Register. Aufgrund der fraglichen Zulässigkeit einer Meldepflicht und weil selbst im Falle der Zulässigkeit keine Sicherheit für die Richtigkeit der Meldungen besteht, ist bei einer Gesellschaft mit Inhaberaktien eher von einer Einführung von Loyalitätsbezugsrechten abzusehen.²⁰⁰⁰

b) *Zusätzliche Erklärung des Aktionärs betreffend die wirtschaftliche Berechtigung*

- 1026 Um das *Risiko vor Umgehungen* des Regelungszwecks von Loyalitätsbezugsrechten – die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen – zu reduzieren, könnte die Gesellschaft vor der jeweiligen Kapitalerhöhung von den Aktionären eine Erklärung betreffend die wirtschaftliche Berechtigung verlangen. Es könnte im Ermächtigungsbeschluss festgeschrieben werden, dass ein Loyalitätsbezugsrecht nur auf dem Anteil der Aktien gewährt wird, der während zweier Jahre ununterbrochen von der wirtschaftlich berechtigten Person gehalten wurde. Ist der Aktionär selbst die wirtschaftlich berechtigte Person, gilt der Nachweis als erbracht, wenn er erklärt, dass er die Aktien während zweier Jahre ununterbrochen in eigenem Namen und auf eigene Rechnung gehalten hat. Ist der eingetragene Aktionär nicht die wirtschaftlich berechtigte Person, gilt die Erklärung als erbracht, wenn die massgebliche Haltedauer bei derjenigen natürlichen Person, für die er letztlich handelt, erfüllt ist. Eine solche Regel böte zwar keinen absoluten Schutz

¹⁹⁹⁷ Vgl. Art. 685c Abs. 1 OR.

¹⁹⁹⁸ Vgl. vorne Rz. 726 f.

¹⁹⁹⁹ Zur Meldepflicht und zur fraglichen Zulässigkeit einer solchen Pflicht vgl. vorne Rz. 727.

²⁰⁰⁰ Zum vergleichbaren Problem bei Loyalitätsdividenden siehe vorne Rz. 727.

vor Umgehungen. Sie könnte aber immerhin dazu beitragen, dass weniger Aktionäre versuchen, über eine Umgehungs konstruktion günstigere Bedingungen bei der Ausgabe neuer Aktien zu erhalten.²⁰⁰¹

c) Berechtigung in besonderen Konstellationen

aa) Teilweiser Verkauf der Beteiligung

Es ist darauf zu achten, dass besonderen Konstellationen in Bezug auf die Beteiligung gegebenenfalls mit entsprechenden *statutarischen oder reglementarischen Regelungen* Rechnung getragen wird. 1027

Verkauft ein Aktionär einen Teil seiner Beteiligung, besteht die Vermutung, dass er die am wenigsten lang gehaltenen Aktien überträgt.²⁰⁰² 1028

bb) Übertragung durch Güter- oder Erbrecht

Die Gesellschaften können mittels Regelung in einem Reglement vorsehen, dass die Übertragung von Aktien mittels *Güter- oder Erbrecht* die für das Loyalitätsbezugsrecht massgebliche Haltefrist nicht unterbricht.²⁰⁰³ Das würde bedeuten, dass sich ein Erbe des berechtigten Aktionärs je nach Reglement die Haltefrist des Erblassers anrechnen lassen kann bei der Beurteilung der Berechtigung zu einem günstigeren Ausgabebetrag. 1029

cc) Umstrukturierungen

Es gibt verschiedene Arten von *Umstrukturierungen*, die einen Einfluss auf die Loyalitätsbezugsrechte haben können. Bei einer Fusion werden entweder die Aktionäre der fusionierenden Gesellschaften Aktionäre der neuen Gesellschaft (Kombinationsfusion) oder die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft werden Gesellschafter der übernehmenden Gesellschaft (Absorptionsfusion). Bei einer Spaltung zur Übernahme überträgt eine Gesellschaft ihr ganzes Vermögen oder Teile davon auf eine oder mehrere Gesellschaften, an der oder denen die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft zwingend Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte erhalten.²⁰⁰⁴ Aufgrund des Grundsatzes der Kontinuität der Mitgliedschaft haben 1030

²⁰⁰¹ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 728 ff.

²⁰⁰² Zum Prinzip *Last In, First Out* vgl. vorne Rz. 737.

²⁰⁰³ Vgl. vorne Rz. 738 ff.

²⁰⁰⁴ Art. 29 und 31 Abs. 2 FusG.

die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft Anspruch auf die Wahrung ihrer Mitgliedschaftsrechte und somit auch allfälliger Loyalitätsbezugsrechte.²⁰⁰⁵

- 1031 Bei einer *Absorptionsfusion mit Kapitalerhöhung* oder einer *Spaltung zur Übernahme* können die Mitgliedschaftsrechte entweder mit der Gewährung von Loyalitätsbezugsrechten bei der Kapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft oder mit einer Abgeltung gewahrt werden.²⁰⁰⁶ Die Aktien, die im Rahmen einer Kapitalerhöhung geschaffen werden, müssen den Aktionären der übernommenen Gesellschaft zugewiesen werden. Das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre wird ausgeschlossen.²⁰⁰⁷ Es müsste im Fusionsvertrag oder im Spaltungsvertrag festgehalten werden, welche Rechte denjenigen Aktionären der übertragenden Gesellschaft zukommen, die einen Anspruch auf Loyalitätsbezugsrechte gehabt hätten.²⁰⁰⁸ Die Loyalitätsbezugsrechte könnten gewahrt werden, wenn den langfristig beteiligten Aktionären der übertragenden Gesellschaft analog der Regelung im Kapitalband bei der Kapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft ein günstigerer Ausgabepreis gewährt wird.²⁰⁰⁹ Anderenfalls könnte den langfristig beteiligten Aktionären auch eine ihrem Vorzugsrecht entsprechende Abgeltung bezahlt werden. Bei einer Absorptionsfusion mit Kapitalerhöhung oder einer Spaltung zur Übernahme besteht somit die Möglichkeit, die Loyalitätsbezugsrechte mit entsprechender Ausgestaltung der Kapitalerhöhung oder einer Abgeltung zu wahren.

²⁰⁰⁵ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 741.

²⁰⁰⁶ Zur Fusion vgl. Art. 7 Abs. 1 und 5, Art. 9 Abs. 1 FusG. Es gibt auch Absorptionsfusionen ohne Kapitalerhöhung. Wird den Aktionären der übertragenden Gesellschaft lediglich eine Abfindung gem. Art. 8 Abs. 2 FusG ausbezahlt, ist keine Kapitalerhöhung notwendig. Siehe hierzu und zu weiteren Beispielen VON DER CRONE et al., N 160. Zur Spaltung vgl. Art. 31 Abs. 1 i.V.m. Art. 7, Art. 33 Abs. 1 FusG.

²⁰⁰⁷ Vgl. Art. 652b Abs. 2 OR, gemäss dem die Übernahme von Unternehmen ausdrücklich als wichtiger Grund gilt, der den Ausschluss des Bezugsrechts rechtfertigt; BÖCKLI, Aktienrecht, 4. Aufl., § 3 N 136, Fn. 322, gemäss dem der Bezugsrechtsausschluss sachlich zwingend ist; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 57 N 168; VON DER CRONE et al., N 506.

²⁰⁰⁸ Zur Fusion vgl. Art. 13 Abs. 1 lit. c FusG; zur Spaltung vgl. Art. 37 lit. d FusG. Die Loyalitätsbezugsrechte gelten analog als Sonderrechte im Sinne dieser Bestimmung.

²⁰⁰⁹ Das würde bedeuten, dass die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft im Umfang derjenigen Beteiligung, welche sie ununterbrochen während zweier Jahre in eigenem Namen und auf eigene Rechnung gehalten haben, Aktien der übernehmenden Gesellschaft zu einem günstigeren Ausgabebetrag beziehen könnten. Die Ungleichbehandlung gegenüber den Aktionären der übernehmenden Gesellschaft kann im Falle einer Übernahme ausdrücklich gesetzlich gerechtfertigt werden. Sie ist deshalb bei Loyalitätsbezugsrechten weniger problematisch als bei Loyalitätsdividenden.

Kommt es im Rahmen einer Umstrukturierung zur *Neugründung* einer Gesellschaft – sei es bei einer Kombinationsfusion oder einer Spaltung zur Neugründung –, sind die Loyalitätsbezugsrechte ebenfalls gleichmassen zu wahren wie bei einer Umstrukturierung mit Kapitalerhöhung.²⁰¹⁰ Weil es keine Kapitalerhöhung gibt, ist die Gewährung eines Bezugsrechts in diesen Konstellationen aber ausgeschlossen. Es sollte im Fusionsvertrag oder Spaltungsvertrag deshalb eine entsprechende Abgeltung für langfristig beteiligte Aktionäre vorgesehen werden.²⁰¹¹

dd) Gemeinschaftliches Eigentum

Im Falle gemeinschaftlichen Eigentums kommt das Loyalitätsbezugsrecht den Mit- oder Gesamteigentümern zu. Die zur Berechnung der Begünstigung massgebliche Haltefrist wird bei der Begründung oder Aufhebung des gemeinschaftlichen Eigentums unterbrochen.²⁰¹²

ee) Nutzniessung und Pfandrecht

Es ist zu prüfen, welchen *Einfluss auf das Loyalitätsbezugsrecht* eine Nutzniessung oder ein Pfandrecht haben.

Die Errichtung oder die Aufhebung einer Nutzniessung hat keinen Einfluss auf das Loyalitätsbezugsrecht bei einer Kapitalerhöhung im Rahmen eines Kapitalbands. Der Nutzniesser hat *kein Anrecht auf das Loyalitätsbezugsrecht*. Die Rechte des Nutzniessers beschränken sich auf den Vermögensertrag. Der Nutzniesser hat kein Recht auf die Substanz der Aktie.²⁰¹³ Das Bezugsrecht im Zusammenhang mit einer Aktie, die der Nutzniessung untersteht, kommt dem Eigentümer und nicht dem Nutzniesser zu. Und die mittels Ausübung des Bezugsrechts erworbenen Aktien unterstehen nicht der Nutzniessung.²⁰¹⁴ Die Privilegierung eines tieferen Aus-

²⁰¹⁰ Vgl. BSK FusG-DIEM, Art. 10, N 13, gemäss dem Art. 7 FusG auch bei einer Kombinationsfusion zu wahren ist.

²⁰¹¹ Es dürfte indes nicht einfach sein, das Loyalitätsbezugsrecht finanziell zu bewerten. Im Sinne eines Lösungsansatzes könnte ermittelt werden, wie hoch der hypothetische Betrag der Privilegierung bei einer Kapitalerhöhung entsprechend dem Ermächtigungsbeschluss betreffend das Kapitalband zu einem bestimmten Zeitpunkt vor der Fusion gewesen wäre.

²⁰¹² Vgl. vorne Rz. 746.

²⁰¹³ Siehe vorne Rz. 748.

²⁰¹⁴ Zum Gesagten siehe bereits BGE 46 II 473 E. 2, S. 478 f.; ZK-BÜRGI, Art. 690 OR, N 30 f.; VON GREYERZ, 133; VON STEIGER, Fragen, 382; vgl. BGE 82 II 477 E. 3, S. 493.

gabebetrags des Bezugsrechts kommt somit ebenfalls dem Eigentümer der Aktien und nicht dem Nutzniesser zu.

- 1036 Die Errichtung oder die Aufhebung eines *Pfandrechts* hat auch keinen Einfluss auf das Loyalitätsbezugsrecht. Die Ausübung des Bezugsrechts ist Sache des Verpfänders und nicht des Pfandgläubigers. Werden die verpfändeten Aktien verwertet, werden alle zur Aktie zugehörigen Rechte erfasst, sofern sie nicht bereits geltend gemacht wurden und eine entsprechende Vereinbarung besteht.²⁰¹⁵ Durch die Verwertung der Aktien wird die für das Loyalitätsbezugsrecht massgebliche Halte-dauer aber unterbrochen. Die blossе Errichtung oder Aufhebung eines Pfandrechts hat aber keinen Einfluss auf das Loyalitätsbezugsrecht.

5. Abhängigkeit vom Bezugsrecht

- 1037 Das Recht auf einen tieferen Ausgabebetrag auf den Bezug neuer Aktien ist abhängig vom ihm zugrunde liegenden Bezugsrecht. Diese *Akzessorietät* bedeutet, dass ein Aktionär sein Recht auf einen tieferen Ausgabebetrag nur geltend machen kann, wenn ihm auch tatsächlich ein Bezugsrecht zukommt.²⁰¹⁶ Der durch das Loyalitätsbezugsrecht vermittelte finanzielle Vorteil ist sachlogisch mit der Gewäh-rung des Bezugsrechts verknüpft. Die Einführung einer Statutenbestimmung be-treffend das Kapitalband ändert lediglich, dass die neu geschaffenen Aktien nicht zu einem einheitlichen Ausgabebetrag, sondern zu unterschiedlichen Ausgabe-beträgen ausgegeben werden.

6. Entstehung und Untergang der Berechtigung

- 1038 In der Statutenbestimmung betreffend das Kapitalband sollte auch die Entstehung und der Untergang der Berechtigung zu einem Loyalitätsbezugsrecht festgelegt werden.
- 1039 Das Recht auf einen tieferen Ausgabebetrag bei der Ausgabe neuer Aktien im Rah-men einer Kapitalerhöhung innerhalb des Kapitalbands sollte frühestens nach Ab-schluss von zwei Jahren nach der Einführung des Kapitalbands entstehen. Es ist empfehlenswert, die Berechtigung erst nach Abschluss des zweiten ganzen Ge-schäftsjahres nach der Einführung des Kapitalbands entstehen zu lassen. Auf diese

²⁰¹⁵ Zum Gesagten siehe VON STEIGER, Fragen, 383.

²⁰¹⁶ Zum Begriff der Akzessorietät siehe vorne Fn. 1469. Ein Aktionär kann z.B. den tiefe-ren Ausgabebetrag auf den Bezug neuer Aktien nicht geltend machen, wenn sein Be-zugsrecht aus einem wichtigen Grund aufgehoben worden ist.

Weise können die Aktionäre den Entscheid, ob sie ihre Beteiligung ganz, teilweise oder nicht aufrechterhalten wollen, vom *mehrfährigen Geschäftsgang* der Gesellschaft abhängig machen. Bei einer kürzeren Frist läge der Fokus zu stark auf den kurzfristigen Erträgen der Gesellschaft. Das würde dem hinter Loyalitätsbezugsrechten liegenden Zweck – der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen – nicht entsprechen.²⁰¹⁷

Zur *Vermeidung einer Rückwirkung* sollte die Aktionärsbeteiligung vor der Einführung des Kapitalbands nicht angerechnet werden. Die Aktionäre hätten anderenfalls nicht alle die gleichen Voraussetzungen zur Geltendmachung der Privilegierung. Das bedeutet zugleich, dass die tatsächliche Haltedauer bis zur Gewährung eines Loyalitätsbezugsrechts mindestens zwei Jahre beträgt.²⁰¹⁸ Bei den Kapitalerhöhungen innerhalb der zwei Jahre nach dem Ermächtigungsbeschluss betreffend das Kapitalband einschliesslich Loyalitätsbezugsrechte können die Aktionäre noch keinen tieferen Ausgabebetrag geltend machen.

Die für die Berechtigung zu einem Loyalitätsbezugsrecht massgebliche Haltefrist beginnt im Falle einer *Übertragung der Aktie* neu zu laufen. Diesfalls wird ein neuer Aktionär ins Aktienbuch eingetragen. Weil die Berechtigung zur Nachvollziehbarkeit an den Eintrag im Aktienbuch geknüpft ist, geht die Berechtigung der Aktie im Falle einer Übertragung unter. Sie lebt aber wieder auf, wenn der neue Aktionär die Aktie wiederum während der festgelegten Haltefrist hält und als Aktionär im Aktienbuch eingetragen ist. Allfällige Ausnahmen von diesem Grundsatz können ebenfalls im Ermächtigungsbeschluss betreffend das Kapitalband geregelt oder durch den Verwaltungsrat in einem Reglement festgeschrieben werden, das den Aktionären zugänglich gemacht wird.²⁰¹⁹

7. Art der Privilegierung

Auf der Grundlage einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten wird langfristig beteiligten Aktionären ein im Vergleich zu kurzfristig beteiligten Aktionären *tieferer Ausgabebetrag* beim Bezug neuer Aktien gewährt. Der Aktionär muss aufgrund seiner langfristigen Beteiligung bei

²⁰¹⁷ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 319 und 623.

²⁰¹⁸ Ein Aktionär, der dem Ermächtigungsbeschluss betreffend ein Kapitalband einschliesslich einer Regelung betreffend Loyalitätsbezugsrechte zustimmt und seine Aktien nicht überträgt, würde erst im Falle einer Kapitalerhöhung ab zwei Jahren nach dem Ermächtigungsbeschluss von einem tieferen Ausgabebetrag und somit von einem Loyalitätsbezugsrecht profitieren können.

²⁰¹⁹ Siehe vorne Rz. 1029.

einer mindestens zwei Jahre in der Zukunft liegenden Kapitalerhöhung weniger finanzielle Mittel aufbringen, wenn er von seinem Bezugsrecht Gebrauch machen will. Will er seine Beteiligungsquote halten, muss er aber gleichwohl weitere Mittel investieren. Die Art der Privilegierung bei Loyalitätsbezugsrechten unterscheidet sich insofern von der Art der Privilegierung bei Loyalitätsdividenden.²⁰²⁰

- 1043 Eine Privilegierung im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht könnte auch in *anderer Form* erreicht werden. Es wäre denkbar, den langfristig beteiligten Aktionären gesamthaft einen Anspruch auf einen bestimmten Anteil von neu geschaffenem Aktienkapital einzuräumen unter gleichzeitiger Aufhebung des Bezugsrechts kurzfristig beteiligter Aktionäre auf diesen Anteil.²⁰²¹ Nach den bisherigen Erkenntnissen ist eine solche Art der Privilegierung gegenüber einem unmittelbaren finanziellen Anreiz – z.B. in Form eines tieferen Ausgabebetrags der neuen Aktien – weniger geeignet zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Die Untersuchung von Loyalitätsbezugsrechten ist deshalb eingeschränkt auf Loyalitätsbezugsrechte mit einem tieferen Ausgabebetrag.²⁰²²

8. Mass der Privilegierung

- 1044 Die Privilegierung der langfristig beteiligten Aktionäre besteht in einem prozentmässig bestimmten tieferen Ausgabepreis beim Bezug neuer Aktien. Der Umstand und das Mass der Privilegierung sollten aus Gründen der *Wirksamkeit* im Ermächtigungsbeschluss betreffend das Kapitalband enthalten sein.²⁰²³ Nur wenn die Aktionäre wissen, wie hoch sie in Bezug auf das Bezugsrecht prozentmässig privilegiert werden, wenn sie ihre Aktien langfristig halten, kann die Privilegierung als Anreiz für das Aufrechterhalten der Beteiligung wirken.²⁰²⁴ Die Festsetzung einer angemessenen Begrenzung ist anspruchsvoll. Es bietet sich an, das Verhältnis zwischen dem ordentlichen und dem tieferen Ausgabebetrag für das Loyalitätsbezugsrecht prozentmässig festzulegen. Eine solche Begrenzung gibt dem Verwaltungsrat einen Rahmen für die Festsetzung des Ausgabebetrags vor und verhindert, dass

²⁰²⁰ Bei Loyalitätsdividenden werden langfristig beteiligte Aktionäre ohne Investition weiterer Mittel finanziell privilegiert, indem ihnen auf langfristig gehaltene Aktien eine höhere Dividende ausgerichtet wird.

²⁰²¹ Vgl. Art. 652b^{bis} Abs. 1 E-OR N 2020.

²⁰²² Zum Gesagten siehe vorne Rz. 659.

²⁰²³ Auch wenn die Festsetzung des Ausgabebetrags der neuen Aktien bei einer Kapitalerhöhung im Rahmen eines Kapitalbands nach dispositiver gesetzlicher Regelung in der Zuständigkeit des Verwaltungsrats liegt und nicht im Ermächtigungsbeschluss enthalten sein muss.

²⁰²⁴ Vgl. vorne Rz. 659.

langfristig beteiligte Aktionäre im Vergleich zu kurzfristig beteiligten Aktionären unverhältnismässig stark bevorzugt werden. Der Ausgabebetrag neu geschaffener Aktien entsprechend dem Anteil langfristig gehaltener Aktien wäre somit stets relativ zum ordentlichen Ausgabebetrag entsprechend den nicht langfristig gehaltenen Aktien. Eine Festlegung in absoluten Zahlen ist nicht ratsam, weil die Angemessenheit des Ausgabebetrags je nach wirtschaftlicher Entwicklung variiert. Der Verwaltungsrat muss flexibel bleiben können bei der Festsetzung des Ausgabebetrags. Es könnte ansonsten sein, dass die Privilegierung unverhältnismässig hoch oder tief ist.²⁰²⁵

Die Privilegierung der langfristig beteiligten Aktionäre im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht muss verhältnismässig sein. Es ist schwierig, eine angemessene Beschränkung festzulegen. Es wäre auch beim Loyalitätsbezugsrecht denkbar, das Mass der Privilegierung so festzulegen, dass es stufenweise grösser wird, je länger die Aktien, die das Recht auf ein Loyalitätsbezugsrecht vermitteln, gehalten wurden.²⁰²⁶ Damit die Regelung einfach umzusetzen sowie klar und mithin wirksam ist, ist es zu empfehlen, den tieferen Ausgabebetrag mit einem festen Prozentsatz zu bestimmen. Ein Ansatzpunkt ist die im Rahmen der Aktienrechtsrevision vorgebrachte Privilegierung durch einen *bis zu 20% tieferen Ausgabebetrag* für langfristig beteiligte Aktionäre.²⁰²⁷ Weil es bislang keine vergleichbaren Konzepte in der Praxis gibt, ist es schwierig, eine geeignete und zugleich verhältnismässige Privilegierung zu bestimmen. Es erscheint deshalb angemessen, sich dabei an der Höhe der Privilegierung am Konzept der Loyalitätsdividende zu orientieren.²⁰²⁸

Die Statutenbestimmung betreffend das Kapitalband könnte zusätzlich zur betragsmässigen Beschränkung des Loyalitätsbezugsrechts auch eine *Beschränkung pro Aktionär* vorsehen.²⁰²⁹ Dazu müsste in der Statutenbestimmung festgelegt werden, dass die Berechtigung nur für denjenigen Anteil am Kapital im Zusammenhang mit langfristig gehaltenen Aktien besteht, der pro Aktionär einen bestimmten Prozentsatz am Aktienkapital nicht übersteigt. Damit kann erreicht werden, dass lang-

²⁰²⁵ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 760.

²⁰²⁶ Z.B. ein um 10% tieferer Ausgabebetrag für denjenigen Anteil neu ausgegebener Aktien, der dem zwei Jahre lang gehaltenen Aktienanteil entspricht, ein um 20% tieferer Ausgabebetrag für denjenigen Anteil neu ausgegebener Aktien, der dem drei Jahre gehaltenen Aktienanteil entspricht usw.

²⁰²⁷ Vgl. Art. 652b Abs. 5 E-OR N 2020.

²⁰²⁸ Vgl. vorne Rz. 761.

²⁰²⁹ Vgl. in Bezug auf die Beschränkung der Privilegierung pro Aktionär im Zusammenhang mit dem Loyalitätsbezugsrecht im Sinne eines Vorzugsrechts Art. 652b^{bis} Abs. 3 E-OR N 2020.

fristig beteiligte Grossaktionäre nur bis zu einem gewissen Mass bevorzugt werden. Eine solche Regelung würde aber zu einer doppelten Ungleichbehandlung führen, die für sich gesehen auch sachlich gerechtfertigt sein müsste. Eine Rechtfertigung, Grossaktionäre in Bezug auf das Loyalitätsbezugsrecht anders zu behandeln, könnte höchstens bestehen, wenn ohne Beschränkung mit negativen Auswirkungen auf die Liquidität und somit die Qualität der Preisbildung gerechnet werden müsste. Dieser Zusammenhang ist aber nicht erwiesen.

II. Materielle Gültigkeit

1047 Nachdem die Grundzüge eines möglichen Modells zur Umsetzung von Loyalitätsbezugsrechten im schweizerischen Recht umschrieben wurden, wird in einem nächsten Schritt die materielle Gültigkeit einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten geprüft. Die materielle Gültigkeit beurteilt sich nach dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht (A.). Sie betrifft im Wesentlichen die Frage des Zustandekommens (B.) sowie des Geltungsbereichs der Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten in subjektiver Hinsicht (C.), objektiver Hinsicht (D.) und zeitlicher Hinsicht (E.).

A. Anwendbares Recht

1048 Auf das Zustandekommen, den Geltungsbereich und die Zulässigkeit einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte in den Statuten schweizerischer Aktiengesellschaften ist *schweizerisches Recht* anwendbar. Das auf die Gesellschaft anwendbare Recht erstreckt sich namentlich auf die Beziehungen zwischen der Gesellschaft und ihren Mitgliedern.²⁰³⁰ Die Mitgliedschaftsrechte und somit auch das Bezugsrecht gehören zu den internen Beziehungen.²⁰³¹ Bei Statutenklauseln betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten geht es um die Modalitäten des Bezugsrechts. Die Gültigkeit solcher Klauseln und die Voraussetzungen der Anfechtung eines entsprechenden Ermächtigungsbeschlusses unterstehen somit dem Recht des Staates, nach dessen Vorschriften die Gesellschaft organisiert ist. Im Falle von Loyalitätsbezugsrechten in den Statuten schweizerischer

²⁰³⁰ Art. 154 Abs. 1 i.V.m. Art. 155 lit. f IPRG.

²⁰³¹ CR LDIP-GUILLAUME, Art. 155, N 23; vgl. ZK-VISCHER/WEIBEL, Art. 155 IPRG, N 24.

Aktiengesellschaften ist schweizerisches Recht anwendbar. Eine Rechtswahl ist konzeptionell ausgeschlossen.²⁰³²

B. Zustandekommen einer Statutenklausel betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten

1. Loyalitätsbezugsrechte als möglicher Statuteninhalt

Zunächst muss untersucht werden, ob Loyalitätsbezugsrechte überhaupt als *zulässiger Statuteninhalt* infrage kommen. Diese Frage muss anhand des Zwecks der Statuten ermittelt werden. 1049

a) Gesetzliche Schranken

Das Gesetz enthält einige formelle und materielle *Anforderungen an den Statuteninhalt*. In materieller Hinsicht sind namentlich die Grundstruktur der Aktiengesellschaft, der Eigenkapitalschutz, die unentziehbaren Aktionärsrechte und der Minderheitenschutz sowie das Rechnungslegungs- und Revisionsrecht zu beachten.²⁰³³ 1050

b) Loyalitätsbezugsrechte als Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses

Es lassen sich aus den gesetzlichen Vorgaben kaum positive Erkenntnisse zum potenziellen Inhalt der Statuten herleiten. Es muss deshalb aus dem Zweck der Statuten – die *Regelung aller körperschaftlichen Rechtsverhältnisse* – hergeleitet werden, inwieweit Loyalitätsbezugsrechte ein möglicher Regelungsgegenstand von Statuten sein können.²⁰³⁴ 1051

Eine Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten ist ein *Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses*. In subjektiver Hinsicht entfaltet sie Wirkung gegenüber allen aktuellen und künftigen Aktionären. In objektiver Hinsicht handelt es sich bei Loyalitätsbezugsrechten um eine gesellschaftsrechtliche Angelegenheit, zumal es dabei um das körperschaftliche Bezugsrecht und somit um eine Gestaltung der körperschaftlichen Mitgliedschaftsverhältnisse aller Aktionäre geht. 1052

²⁰³² Vgl. vorne Rz. 766 ff.

²⁰³³ Siehe vorne Rz. 772.

²⁰³⁴ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 773 ff.

2. Erforderlichkeit einer statutarischen Grundlage

- 1053 Die Einführung einer Regelung betreffend Loyalitätsbezugsrechte muss im Rahmen einer Statutenklausel festgehalten werden. Die Notwendigkeit einer Statutenbestimmung ergibt sich aus den gesetzlichen Bestimmungen zum Kapitalband. Ermächtigt eine Gesellschaft den Verwaltungsrat zur Erhöhung des Aktienkapitals innerhalb einer Bandbreite, müssen die Statuten insbesondere Bestimmungen enthalten zu den Einschränkungen, Auflagen und Bedingungen der Ermächtigung.²⁰³⁵ Eine statutarische Grundlage ist deshalb bereits aus formellen Gründen erforderlich.
- 1054 Eine statutarische Grundlage ist aber auch zur Gewährleistung der *Wirksamkeit* von Loyalitätsbezugsrechten erforderlich. Damit die Regelung betreffend Loyalitätsbezugsrechte die gewünschte Wirkung erzielt, müssen die Statuten die Grundsätze der Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre enthalten. Die Grundsätze der Begünstigung können in Form von Auflagen in den Ermächtigungsbeschluss und die Statuten aufgenommen werden. Die Generalversammlung kann auf diese Weise festlegen, dass den Aktionären ein Recht auf den Bezug eines Anteils neuer Aktien zu einem tieferen Ausgabebetrag zukommt, der ihrem Anteil langfristig gehaltener Aktien entspricht. Legt die Generalversammlung diese Grundsätze nicht fest, ist der Verwaltungsrat bei der Festsetzung des Ausgabebetrags nicht gebunden, langfristig beteiligte Aktionäre zu privilegieren. Ein blosser Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss würde demnach nicht genügen, um langfristig beteiligte Aktionäre mittels Loyalitätsbezugsrechten zu bevorzugen. Dazu bedarf es einer statutarischen Grundlage im Zusammenhang mit dem Kapitalband.

3. Erforderlichkeit einer separaten Aktienkategorie

a) Ausgangslage

- 1055 Das Gesetz äussert sich nicht ausdrücklich zur Möglichkeit der Festsetzung von *unterschiedlichen Ausgabebeträgen* innerhalb einer Aktienkategorie im Rahmen einer Kapitalerhöhung.²⁰³⁶ Im Zusammenhang mit dem Kapitalband sieht das Gesetz einzig vor, dass die Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband Angaben zu Anzahl, Nennwert und Art der Aktien sowie zu den Vorrechten einzelner Kategorien von Aktien oder Partizipationsscheinen enthalten muss.²⁰³⁷ Im Erhöhungs-

²⁰³⁵ Art. 653t Abs. 1 Ziff. 3 OR.

²⁰³⁶ Vgl. Art. 653u Abs. 5 i.V.m. Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²⁰³⁷ Art. 653t Abs. 1 Ziff. 4 OR.

beschluss ist sodann der Ausgabebetrag festzulegen.²⁰³⁸ Im Allgemeinen ist zu berücksichtigen, dass die Festlegung eines Ausgabebetrags unter dem inneren Wert der Aktien – zumindest nach künftigem Recht – nicht zulässig sein dürfte.²⁰³⁹ In der Lehre wird die Auffassung vertreten, das Kapital könne ungeachtet der Aktienkategorie mit verschiedenen Ausgabebeträgen erhöht werden.²⁰⁴⁰ Es bietet sich an, die Frage, ob innerhalb einer Kategorie von Aktien unterschiedliche Ausgabebeträge beim Bezug neu geschaffener Aktien festgelegt werden dürfen, mittels Auslegung zu beantworten.

b) Grammatikalische Auslegung

Eine wörtliche Auslegung des Gesetzes lässt eher vermuten, dass – zumindest innerhalb derselben Aktienkategorie – ein für alle Aktionäre *einheitlicher Ausgabebetrag* festgelegt werden muss. In den Bestimmungen zur Kapitalerhöhung ist von «Ausgabebetrag» in der Einzahl die Rede und nicht von «Ausgabebeträgen».²⁰⁴¹ 1056

c) Systematische Auslegung

Eine systematische Auslegung des Gesetzes spricht hingegen eher dafür, dass die *Festlegung unterschiedlicher Ausgabebeträge* möglich ist. Jeder Aktionär hat Anspruch auf einen seiner bisherigen Beteiligung entsprechenden Teil der neu ausgegebenen Aktien.²⁰⁴² Dieses Bezugsrecht kann aus wichtigen Gründen eingeschränkt oder aufgehoben werden.²⁰⁴³ Wenn unterschiedliche Ausgabebeträge festgelegt werden, wird das Bezugsrecht der Aktionäre als solches weder ein- 1057

²⁰³⁸ Vgl. Art. 653u Abs. 5 i.V.m. Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²⁰³⁹ Gem. Art. 652b Abs. 4 OR darf durch die Festsetzung des Ausgabebetrags niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden. Die Bestimmung dient dem Verwässerungsschutz (BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 498). Die Gefahr einer Verwässerung besteht insbesondere, wenn der Ausgabebetrag unter dem inneren Wert der Aktien liegt. Deshalb dürfte die Festsetzung eines unter dem inneren Wert liegenden Ausgabebetrags – zumindest de lege ferenda – nicht zulässig oder nur ershwert zu rechtfertigen sein. Zum Ganzen vgl. auch SCHAFFNER/WEIBEL, 319 f.

²⁰⁴⁰ Vgl. THOMMEN/KÖHLI MÜLLER, N 19 ff., wobei nicht klar ist, ob verschiedene Ausgabepreise bei den jeweiligen Tranchen einer Kapitalerhöhung gemeint sind.

²⁰⁴¹ Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3 OR, der mittels Verweis in Art. 653u Abs. 5 OR analog auch bei Kapitalerhöhungsbeschlüssen im Rahmen des Kapitalbands anzuwenden ist, spricht von der Einzahl («Ausgabebetrag») statt der Mehrzahl («Ausgabebeträge»).

²⁰⁴² Art. 652b Abs. 1 OR.

²⁰⁴³ Art. 652b Abs. 2 OR.

geschränkt noch aufgehoben.²⁰⁴⁴ Es handelt sich vielmehr um eine Modifikation der Ausübungskonditionen. Wenn das Gesetz es erlaubt, dass das Bezugsrecht gar unter bestimmten Voraussetzungen aufgehoben wird, müsste eine blosser Veränderung der Ausübungskonditionen ebenfalls zulässig sein.²⁰⁴⁵ Gleichwohl muss bei der Festlegung unterschiedlicher Ausgabebeträge – sei es mittels Generalversammlung- oder Verwaltungsratsbeschluss – der Grundsatz der Gleichbehandlung gewahrt werden.²⁰⁴⁶ Gesetzessystematische Überlegungen sprechen deshalb dafür, dass die Gesellschaft innerhalb derselben Aktienkategorie unterschiedliche Ausgabebeträge festlegen darf, sofern sich die Ungleichbehandlung sachlich rechtfertigen lässt.²⁰⁴⁷

d) Historische Auslegung

1058 Eine historische Auslegung der Bestimmungen zur Kapitalerhöhung legt den Schluss nahe, dass der Gesetzgeber die *Möglichkeit unterschiedlicher Ausgabebeträge* innerhalb derselben Aktienkategorie zumindest nicht ausschliessen wollte. Zu den wesentlichen Punkten eines Kapitalerhöhungsbeschlusses gemäss Art. 650 OR gehören nach dem Wortlaut der Botschaft namentlich Angaben über die «Ausgabebeträge».²⁰⁴⁸ Im Rahmen der parlamentarischen Beratung wurde aber nicht weiter darauf eingegangen, inwieweit zum gleichen Zeitpunkt unterschiedliche Ausgabebeträge festgelegt werden dürfen.²⁰⁴⁹ Die historische Gesetzesauslegung bringt somit zwar kein klares Ergebnis. Sie lässt aber vermuten, dass verschiedene Ausgabebeträge zwar nicht die Regel sein dürften, aber immerhin nicht ausgeschlossen sein sollten.

²⁰⁴⁴ Zumal alle Aktionäre ein Recht auf den Bezug neuer Aktien im Umfang ihrer bisherigen Beteiligung behalten.

²⁰⁴⁵ Das ergibt sich aus einem Schluss *a maiore ad minus*, vgl. Art. 652b Abs. 2 und 4 OR.

²⁰⁴⁶ Im Falle eines Beschlusses der Generalversammlung vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR; im Falle eines Beschlusses des Verwaltungsrats vgl. Art. 717 Abs. 2 OR.

²⁰⁴⁷ Zur Rechtfertigung der Ungleichbehandlung siehe hinten Rz. 1151 ff.

²⁰⁴⁸ BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 861, in der – zumindest einmal – von Ausgabebeträgen im Plural die Rede ist; vgl. demgegenüber BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 869 f.

²⁰⁴⁹ Vgl. AmtlBull NR 1985, 1678, betr. Zustimmung zum Entwurf des Bundesrats in Bezug auf Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3 OR; AmtlBull SR 1988, 470, betr. Zustimmung zum Beschluss des Nationalrats in Bezug auf die besagte Bestimmung.

e) *Zeitgemässe Auslegung*

Auch eine zeitgemässe Auslegung von Art. 650 OR zeigt, dass es nicht ausgeschlossen ist, bei einer Kapitalerhöhung unterschiedliche Ausgabebeträge festzulegen. Es war bereits nach bisherigem Recht so, dass durch die Aufhebung des Bezugsrechts niemand in unsachlicher Weise benachteiligt werden darf.²⁰⁵⁰ Gemäss dem im Rahmen der letzten Aktienrechtsrevision ergänzten Art. 652b OR darf durch die Festsetzung des Ausgabebetrags niemand *in unsachlicher Weise begünstigt* oder benachteiligt werden.²⁰⁵¹ Mit dieser Regelung soll das Eigentum der Aktionäre geschützt werden. Es soll vermieden werden, dass durch eine missbräuchliche Festsetzung des Ausgabebetrags der Substanzwert ihrer Aktien verwässert wird.²⁰⁵² Legt die Generalversammlung im Rahmen des Kapitalerhöhungsbeschlusses unterschiedliche Ausgabebeträge fest, ist dieser Beschluss durch eine Anfechtung aufhebbar, wenn er eine sachlich nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung von Aktionären bewirkt.²⁰⁵³ Dasselbe dürfte für einen Ermächtigungsbeschluss betreffend ein Kapitalband gelten, sofern er unterschiedliche Ausgabebeträge vorsieht.²⁰⁵⁴ Das bedeutet aber nicht, dass die Gesellschaft nicht unterschiedliche Ausgabebeträge festlegen dürfte. Vielmehr bestätigt die gesetzliche Regelung, dass Ungleichbehandlungen bei der Festsetzung des Ausgabebetrags zulässig sein können, sofern die dadurch bewirkte Ungleichbehandlung sachlich gerechtfertigt werden kann.²⁰⁵⁵ Auch aus einer zeitgemässen Auslegung des Gesetzes kann somit kein Verbot von unterschiedlichen Ausgabebeträgen hergeleitet werden.

²⁰⁵⁰ Art. 652b Abs. 4 OR, gemäss dem auch die unsachliche Einschränkung des Bezugsrechts unzulässig ist; vgl. Art. 652b Abs. 2 aOR.

²⁰⁵¹ Art. 652b Abs. 4 OR.

²⁰⁵² Zum Gesagten siehe BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 498 f.

²⁰⁵³ Das dürfte bereits nach geltendem Recht der Fall sein, vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR. Art. 652b Abs. 4 OR wiederholt diese Regelung ausdrücklich. Siehe hierzu auch BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 499.

²⁰⁵⁴ Kraft Verweises in Art. 653u Abs. 5 OR gilt Art. 652b Abs. 4 OR analog auch für einen Ermächtigungsbeschluss betreffend ein Kapitalband, sofern dieser mittels Auflagen die Ermächtigung des Verwaltungsrats beschränkt und ihn zur Festlegung unterschiedlicher Ausgabebeträge verpflichtet. Abgesehen davon unterliegt der Ermächtigungsbeschluss ohnehin den Schranken von Art. 706 und 706b OR.

²⁰⁵⁵ Siehe hierzu im Einzelnen hinten Rz. 1151 ff.

f) Teleologische Auslegung

- 1060 Der Zweck der Gesetzesbestimmung zum Inhalt des Kapitalerhöhungsbeschlusses spricht nicht gegen die Festlegung unterschiedlicher Ausgabebeträge. Der Kapitalerhöhungsbeschluss soll im Sinne der *Klarheit und Vollständigkeit* den Inhalt der entsprechenden Statutenänderung vorgeben. Er ist Grundlage für die Gestaltung der Statuten und soll nicht leicht abänderbar sein. Deshalb ist er auch öffentlich zu beurkunden.²⁰⁵⁶ Es ist insbesondere nicht Zweck der Bestimmungen zum Inhalt des Kapitalerhöhungsbeschlusses, die durch eine Kapitalerhöhung potenziell betroffene Aktionärsminorität zu schützen.²⁰⁵⁷ Solange der Kapitalerhöhungsbeschluss die Regeln, nach denen sich die unterschiedlichen Ausgabebeträge zusammensetzen, klar festlegt, spricht der Gesetzeszweck von Art. 650 OR nicht gegen unterschiedlich hohe Ausgabebeträge.
- 1061 Die Freiheit zur Festlegung unterschiedlicher Ausgabebeträge gilt analog auch bei der Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit einem Kapitalband.²⁰⁵⁸ Das Gesetz schreibt bei Letzterem im Unterschied zur ordentlichen Kapitalerhöhung aber nicht vor, dass die Generalversammlung den Ausgabebetrag festsetzen muss. Dem Verwaltungsrat soll bei der Nutzung des Kapitalbands und insbesondere bei der Festsetzung des Ausgabebetrags *Flexibilität* zukommen.²⁰⁵⁹ Die Generalversammlung kann diesen Handlungsspielraum im Ermächtigungsbeschluss bewusst einschränken.²⁰⁶⁰ Ihr kommt als oberstes Organ der Aktiengesellschaft gleichermaßen die Freiheit zu, selbst festzulegen, dass der Verwaltungsrat unterschiedlich hohe Ausgabebeträge nach bestimmten Kriterien festzulegen hat. Angesichts des Verweises bei den Bestimmungen zum Kapitalband auf die Bestimmungen zur Kapitalerhöhung gilt die Möglichkeit zur Festlegung unterschiedlicher Ausgabebeträge gleichermaßen bei einer Kapitalerhöhung im Rahmen eines Kapitalbands.

g) Zwischenfazit

- 1062 Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass in Anbetracht der Gesetzesbestimmung zum Inhalt des Kapitalerhöhungsbeschlusses und analog dem Ermächtigungsbeschluss beim Kapitalband *unterschiedliche Ausgabebeträge*

²⁰⁵⁶ Zum Gesagten vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 860 f.

²⁰⁵⁷ Dem Schutz der Aktionäre dient Art. 652b OR. Absatz 2 dieser Bestimmung schützt die Aktionäre vor einem unrechtmässigen Ausschluss des Bezugsrechts und vor einer unsachlichen Benachteiligung.

²⁰⁵⁸ Vgl. Art. 653u Abs. 5 OR i.V.m. Art. 650 OR.

²⁰⁵⁹ Zum Gesagten siehe BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 515.

²⁰⁶⁰ Vgl. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 3 OR.

nicht verboten sind. Das ergibt sich zwar nicht aus dem Gesetzestext, aber insbesondere aus der Gesetzssystematik und dem Gesetzeszweck. Die Gesellschaft darf unter Vorbehalt der Vereinbarkeit mit dem Gleichbehandlungsgebot innerhalb einer Kategorie von Aktien unterschiedliche Ausgabebeträge beim Bezug neu geschaffenen Aktienkapitals festlegen. Die Bildung einer separaten Aktienkategorie ist somit nicht erforderlich.

4. Form der Statuten und Beschlussquorum

Die Aufnahme einer Bestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte in die Gesellschaftsstatuten erfolgt gemäss den Bestimmungen des anwendbaren Gesellschaftsrechts. Das ist in dem der Untersuchung zugrunde liegenden Grundmodell das schweizerische Aktienrecht.²⁰⁶¹ Danach richten sich sowohl die Form der Statuten als auch das massgebliche Beschlussquorum. 1063

a) Form der Statuten

Die Statuten und somit die Bestimmungen betreffend Loyalitätsbezugsrechte müssen in schriftlicher Form abgefasst werden.²⁰⁶² Die Bestimmung würde im Rahmen eines Ermächtigungsbeschlusses betreffend das Kapitalband in die Statuten aufgenommen werden.²⁰⁶³ Dieser Beschluss muss *öffentlich beurkundet* werden, unabhängig davon, ob er die originären Statuten oder eine Statutenänderung betrifft.²⁰⁶⁴ 1064

b) Beschlussquorum

Loyalitätsbezugsrechte können in der Regel mit einem *qualifizierten Quorum* von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte eingeführt werden.²⁰⁶⁵ Loyalitätsbezugsrechte werden bei der Einführung eines Kapitalbands geschaffen. Der Beschluss zur Einführung eines Kapitalbands liegt in der unübertragbaren Kompetenz der Generalversammlung. 1065

²⁰⁶¹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 1048.

²⁰⁶² Siehe vorne Rz. 801.

²⁰⁶³ Als Auflage i.S.v. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 3 OR. Siehe hierzu vorne Rz. 1053; hinten Anhang 2.

²⁰⁶⁴ Vgl. vorne Rz. 802.

²⁰⁶⁵ Sollte bereits bei der Gründung der Gesellschaft ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten eingeführt werden, braucht es einen einstimmigen Beschluss der Gründeraktionäre. Vgl. hierzu Art. 629 Abs. 1 OR.

lung.²⁰⁶⁶ Statutenänderungen bedürfen grundsätzlich keines qualifizierten Mehrs. Es genügt in der Regel das absolute Mehr der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen. Das Gesetz sieht für bestimmte als besonders wichtig eingestufte Beschlüsse qualifizierte Quoren oder gar Einstimmigkeit vor.²⁰⁶⁷ Die Einführung eines Kapitalbands erfordert ein qualifiziertes Quorum von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.²⁰⁶⁸ Loyalitätsbezugsrechte werden im Zusammenhang mit dem Ermächtigungsbeschluss betreffend das Kapitalband eingeführt. Deren Einführung ist somit nur unter Einhaltung des für das Kapitalband geltenden Quorums möglich.

- 1066 Ein qualifiziertes Quorum ist angemessen, um den *Schutz der Minderheitsaktionäre* besser zu gewährleisten. Ein Beschluss zur Einführung von Loyalitätsbezugsrechten ändert die Modalitäten zur Ausübung des Bezugsrechts der Aktionäre. Er greift insofern in die Rechtsstellung der Aktionäre ein. Unterschiedliche Ausgabebeträge beim Bezug neu geschaffener Aktien sind aber nicht vergleichbar mit anderen Tatbeständen, die ein qualifiziertes Quorum rechtfertigen. Insbesondere wird mit der Einführung von Loyalitätsbezugsrechten nach dem vorliegend untersuchten Modell das Bezugsrecht als solches nicht eingeschränkt. Es werden lediglich die Modalitäten der Ausübung verändert.²⁰⁶⁹ Weil Loyalitätsbezugsrechte nach dem vorliegend untersuchten Modell stets im Zusammenhang mit einem Kapitalband stehen, braucht es ein qualifiziertes Quorum zur Einführung. Die erhöhte Schranke zur Einführung eines Kapitalbands – sei es mit oder ohne Loyalitätsbezugsrechte – ist im Sinne des Minderheitenschutzes zu begrüssen.

5. Wirksamkeit der Statutenklausel

- 1067 Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten ist erst wirksam mit der Eintragung ins Handelsregister. Seit Januar 2021 werden Handelsregistereinträge mit dem Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung im SHAB wirksam. Eine Statuten-

²⁰⁶⁶ Vgl. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR. Die Einführung eines Kapitalbands ist nur mittels Änderung der Statuten möglich (vgl. Art. 653 s Abs. 1 OR).

²⁰⁶⁷ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 803.

²⁰⁶⁸ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 OR.

²⁰⁶⁹ Vgl. Art. 704 Abs. 1 OR, gemäss dem z.B. die Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechts ein qualifiziertes Quorum erfordert. Weil das Bezugsrecht als solches bei der Einführung von Loyalitätsbezugsrechten nach der vorliegend untersuchten Art nicht tangiert wird, erfordert deren Einführung einzig deshalb ein qualifiziertes Quorum, weil sie in Zusammenhang mit der Einführung eines Kapitalbands steht (vgl. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 OR).

klausel betreffend Loyalitätsbezugsrechte ist somit wirksam ab dem *Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung* der Statutenänderung zur Einführung des Kapitalbands im SHAB. Die Publizitätswirkung des Eintrags beginnt demnach mit der elektronischen Veröffentlichung.²⁰⁷⁰

6. Notwendiger Inhalt

a) Vorbemerkung zur Bestimmtheit der Regelung

Die Statutenklausel betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten muss 1068
Aufschluss über die *Grundzüge der Regelung* geben, d.h. über den zwingend notwendigen Inhalt, ohne dessen Regelung die Klausel nicht anwendbar wäre. Die Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband muss von Gesetzes wegen namentlich Angaben enthalten über die untere und die obere Grenze des Kapitalbands, Einschränkungen, Auflagen und Bedingungen der Ermächtigung sowie über Anzahl, Nennwert und Art der Aktien und gegebenenfalls die Vorrechte.²⁰⁷¹ Im Rahmen der Auflagen müssen die Grundzüge der Loyalitätsbezugsrechte so konkret umschrieben sein, dass sich die gegenwärtigen und zukünftigen Aktionäre darüber informieren können, inwieweit sich ihre Rechtsstellung durch die Statutenklausel verändert oder welche mitgliedschaftlichen Folgen ein Beitritt hat.²⁰⁷² Deshalb muss die Statutenklausel den Geltungsbereich der Regelung in persönlicher, sachlicher und zeitlicher Hinsicht umschreiben. Dazu gehören die Voraussetzungen der Berechtigung inklusive des Nachweises der Berechtigung, das Mass der Berechtigung und der Beginn sowie gegebenenfalls das Ende der Berechtigung.²⁰⁷³

Sind die Voraussetzungen, das Mass der Berechtigung und der Beginn sowie das 1069
Ende der Berechtigung zu einem Loyalitätsbezugsrecht bekannt und hinreichend bestimmt, bildet die Statutenbestimmung eine genügende *Grundlage für die Anwendung in der Praxis*. Sie enthält dann die erforderlichen Angaben, anhand derer die Aktionäre die Rechtmässigkeit der Statutenklausel beurteilen und gerichtlich überprüfen lassen können.²⁰⁷⁴

²⁰⁷⁰ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 806 f.

²⁰⁷¹ Zu allen Voraussetzungen siehe Art. 653t Abs. 1 OR.

²⁰⁷² Vgl. vorne Rz. 809.

²⁰⁷³ Vgl. Art. 661a Abs. 2 E-OR N 2020, in dem auch die erforderlichen Generalversammlungs- und Verwaltungsratsbeschlüsse zu den Grundsätzen gezählt werden. Vgl. zu den Parametern des Grundmodells vorne Rz. 1012.

²⁰⁷⁴ Z.B. im Rahmen einer Klage auf Anfechtung eines Generalversammlungsbeschlusses gem. Art. 706 f. OR.

b) Voraussetzungen der Berechtigung

1070 Die Statutenbestimmung sollte erstens Aufschluss geben über die *Voraussetzungen der Berechtigung*. Damit wird der persönliche Geltungsbereich der Regelung bestimmt. Mit Loyalitätsbezugsrechten sollen langfristig beteiligte Aktionäre begünstigt werden. Das wird erreicht, indem die Statutenbestimmung die Auflagen enthält, nach denen der tiefere Ausgabebetrag den Aktionären zugewiesen wird. Damit langfristige Aktionärsbeteiligungen gefördert werden, sollte eine ununterbrochene mindestens zweijährige Dauer der Beteiligung vorausgesetzt werden für die Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags beim Bezug neu geschaffener Aktien. Zum Nachweis der Dauer der Beteiligung sollte auf die Dauer des Eintrags im Aktienbuch abgestellt werden.²⁰⁷⁵ Darüber hinaus sollten die Statuten als zusätzliche Voraussetzung einen Nachweis verlangen, dass auch die wirtschaftliche Berechtigung während der vorausgesetzten Haltedauer nicht gewechselt hat.²⁰⁷⁶

c) Mass der Berechtigung

1071 Die Statutenbestimmung sollte zweitens Aufschluss über das *Mass der Berechtigung* geben. Das Mass der Berechtigung bestimmt den Geltungsbereich der Regelung in sachlicher Hinsicht, indem es Aufschluss gibt über die Art und die Höhe der Privilegierung. Es ist zweckmässig und genügt den Anforderungen an die Bestimmtheit, wenn die Statuten eine prozentmässige Begünstigung vorsehen.²⁰⁷⁷ Dementsprechend bestünde das Privileg in einem im Verhältnis zum ordentlichen Ausgabebetrag tieferen Ausgabepreis beim Bezug neu geschaffener Aktien im Umfang eines bestimmten Prozentsatzes.²⁰⁷⁸ Der Prozentsatz sollte im Sinne der Bestimmtheit und Vorhersehbarkeit klar festgelegt werden statt bloss im Sinne einer Obergrenze. Sollte die Privilegierung pro Aktionär beschränkt werden, müsste diese Beschränkung ebenfalls in den Statuten enthalten sein.²⁰⁷⁹

d) Beginn der Berechtigung

1072 Die Statutenbestimmung sollte drittens Aufschluss geben über den *Beginn der Berechtigung* sowie gegebenenfalls deren Ende. Damit wird der Geltungsbereich der Regelung in zeitlicher Hinsicht bestimmt. Ist bestimmt, wann das Loyalitäts-

²⁰⁷⁵ Vgl. vorne Rz. 1023.

²⁰⁷⁶ Siehe vorne Rz. 1026; hinten Anhang 2 Ziff. 4.

²⁰⁷⁷ Vgl. vorne Rz. 812.

²⁰⁷⁸ Z.B. ein um 20% tieferer Ausgabebetrag (vgl. Art. 652b Abs. 5 E-OR N 2020).

²⁰⁷⁹ Vgl. vorne Rz. 812.

bezugsrecht zum ersten Mal gewährt wird, kann jeder Aktionär oder Dritte abschätzen, wann es zu einer Änderung bei der Festsetzung des Ausgabebetrags kommt. Es wird damit klar, ab welchem Zeitpunkt die Haltedauer zur Bestimmung der Berechtigung angerechnet wird.

e) Weitere Angaben

Darüber hinaus können die Statuten oder ein Reglement auch *weitere Angaben* 1073 enthalten, die Aufschluss über die Anwendung geben, aber nicht erforderlich sind für das Verständnis der Grundzüge von Loyalitätsbezugsrechten.²⁰⁸⁰ Sie sind indes für die Gültigkeit der Statutenbestimmung und deren Zustandekommen nicht erforderlich. Solche Einzelheiten der Regelung betreffend Loyalitätsbezugsrechte können folglich auch in einem Reglement enthalten sein, das durch die Generalversammlung oder – mittels Ermächtigungsnorm in den Statuten – durch den Verwaltungsrat erlassen und den Aktionären zugänglich gemacht wird.²⁰⁸¹

C. Subjektiver Geltungsbereich

Bei einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte besteht die Bindungswirkung einerseits für die Gesellschaft und deren Organe und andererseits 1074 für die Aktionäre und gegebenenfalls die Partizipanten.

1. Bindungswirkung für die Gesellschaft

Beschliesst die Gründerversammlung oder die Generalversammlung im Rahmen 1075 einer Statutenänderung die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten, ist die Bestimmung *kraft Gesetz* für die Gesellschaft verbindlich. Das bedeutet, dass die berechtigten Personen innerhalb der Sozialsphäre der Gesellschaft, namentlich die Aktionäre und Partizipanten, einen Anspruch auf die korrekte Anwendung der Statutenbestimmung, d.h. die Gewährung eines Loyalitätsbezugsrechts haben. Wird die Bestimmung im Rahmen der Kapitalerhöhungsbeschlüsse des Verwaltungsrats innerhalb des Kapitalbands nicht umgesetzt, können die Aktionäre und gegebenenfalls die Partizipanten sich – je nach Umständen – mit dem Antrag auf eine Sonderuntersuchung oder eine Verantwortlichkeitsklage

²⁰⁸⁰ Dazu gehört z.B. die Frage, welchen Aktien das Privileg bei einem teilweisen Verkauf der Beteiligung zugerechnet wird (vgl. vorne Rz. 1027 ff.).

²⁰⁸¹ Zum Inhalt von Reglementen siehe vorne Rz. 1073.

wehren.²⁰⁸² Eine Anfechtung von Verwaltungsratsbeschlüssen ist hingegen nicht möglich.²⁰⁸³

2. Bindungswirkung für die Aktionäre

a) *Anordnungskompetenz der Gesellschaft*

1076 Die Regelung von Loyalitätsbezugsrechten fällt in die Anordnungskompetenz der Gesellschaft. Statutenklauseln, die sich auf das körperschaftliche Rechtsverhältnis zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären beziehen, sind Gegenstand *der internen Verhältnisse*. Sie unterstehen mithin der Anordnungskompetenz der Gesellschaft. Eine Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten regelt das körperschaftliche Recht der Aktionäre auf Beibehaltung ihrer Beteiligungsquote. Sie ist somit von der Anordnungskompetenz der Gesellschaft gedeckt und kann – unter Vorbehalt der aktienrechtlichen Zulässigkeit – mittels Beschluss gültig in die Statuten aufgenommen werden.²⁰⁸⁴

b) *Vom Geltungsbereich erfasste Mitglieder der Gesellschaft*

aa) Umfassender und beschränkter Geltungsbereich

1077 Die Statutenklausel betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten hat grundsätzlich einen *umfassenden persönlichen Geltungsbereich*. Entschliesst sich eine Gesellschaft für die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten im Zusammenhang mit einem Kapitalband, wird die Bestimmung entsprechend dem restlichen Inhalt der Statuten für alle Aktionäre verbindlich. Ebenfalls vom Geltungsbereich erfasst sind Partizipanten.²⁰⁸⁵

1078 Es ist theoretisch denkbar, dass der Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung auf bestimmte Aktionäre oder Aktionärgruppen beschränkt wird. Es ist in diesem Falle aber zu prüfen, ob die Einschränkung nicht dem Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre widerspricht. Das *Gleichbehandlungsgebot* verbietet die sachlich nicht gerechtfertigte und unverhältnismässige Ungleichbehandlung

²⁰⁸² Das Institut der Sonderprüfung wurde abgelöst durch das Institut der Sonderuntersuchung gem. Art. 697c ff. OR. Zur Verantwortlichkeitsklage siehe Art. 754 OR.

²⁰⁸³ Siehe bereits BGE 76 II 51 E. 3, S. 65 f.; bestätigt in BGE 91 II 298 E. 5, S. 303 f.; siehe auch BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, 141 ff.

²⁰⁸⁴ Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit siehe hinten Rz. 1094 ff.

²⁰⁸⁵ Zum Anspruch der Partizipanten siehe vorne Rz. 1019.

von Aktionären oder Aktionärgruppen.²⁰⁸⁶ Es ist umstritten, ob eine Bevorzugung langfristig beteiligter Aktionäre in Bezug auf den Ausgabebetrag beim Bezug neuer Aktien unter Gleichbehandlungsaspekten zulässig ist.²⁰⁸⁷

Eine *Einschränkung des subjektiven Geltungsbereichs* der Statutenklausel auf bestimmte Aktionäre liegt nicht im Interesse der Gesellschaft und ist deshalb unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten unzulässig. Die Einschränkung würde bedeuten, dass gewisse Aktionäre von vornherein nicht die gleichen Voraussetzungen für die Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags bei der Ausgabe neu geschaffener Aktien haben. Das wirkt sich negativ auf die Wirksamkeit der Regelung zur Zielerreichung aus. Eine Einschränkung führt deshalb von Anfang an zu einer Ungleichbehandlung, die sich kaum rechtfertigen liesse. Die Einschränkung des subjektiven Geltungsbereichs der Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten wäre somit unzulässig.²⁰⁸⁸ 1079

Im Folgenden wird deshalb davon ausgegangen, dass ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten mit einer umfassenden, d.h. für alle Aktionäre verbindlichen Statutenbestimmung eingeführt wird. 1080

bb) Geltung für bestehende und neue Aktionäre

Die Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten ist verbindlich für *alle bestehenden und künftigen Aktionäre* – unabhängig von deren Zustimmung und der Art des Erwerbs der Aktien.²⁰⁸⁹ 1081

Im Falle der Übertragung *nicht börsenkotierter vinkulierter Namenaktien* sind die Erwerber grundsätzlich erst nach Erteilung der Zustimmung der Gesellschaft zur Übertragung vom subjektiven Geltungsbereich der Statutenbestimmung erfasst. Die zur Ermittlung der Berechtigung auf einen tieferen Ausgabebetrag massgebliche Frist beginnt erst mit der Eintragung des Erwerbers ins Aktienbuch zu laufen. Werden die nicht börsenkotierten vinkulierten Namenaktien hingegen durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung übertragen, verhält es sich anders. Diesfalls kann der Erwerber das Bezugsrecht und – sofern die massgebliche Haltefrist abgelaufen ist – auch das Loyalitätsbezugsrecht bereits vor der Zustimmung der Gesellschaft zur Übertragung geltend machen.²⁰⁹⁰ 1082

²⁰⁸⁶ Siehe vorne Rz. 937 ff.

²⁰⁸⁷ Siehe hinten Rz. 1142 ff.

²⁰⁸⁸ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 821.

²⁰⁸⁹ Vgl. vorne Rz. 823 ff.

²⁰⁹⁰ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 829.

1083 Bei einer Übertragung *börsenkotierter vinkulierter Namenaktien* beginnt die zur Ermittlung der Berechtigung zu einem tieferen Ausgabebetrag massgebliche Frist gleich nach der Übertragung zu laufen. Bis zur Anerkennung wird der Erwerber als Aktionär ohne Stimmrecht ins Aktienbuch eingetragen, kann aber insbesondere das Bezugsrecht und – sofern die massgebliche Haltefrist abgelaufen ist – auch das Loyalitätsbezugsrecht geltend machen. Erfolgt die Übertragung durch Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht, wird der Erwerber unverzüglich ins Aktienbuch eingetragen, zumal eine Ablehnung diesfalls nicht möglich ist. In beiden Fällen der Übertragung börsenkotierter vinkulierter Namenaktien ist der Erwerber nach der Übertragung vom Geltungsbereich der Statuten erfasst.²⁰⁹¹

cc) Keine Geltung für ausgetretene Aktionäre

1084 Die Bindungswirkung der Statutenbestimmungen für Aktionäre ist grundsätzlich beschränkt auf die *Dauer des Mitgliedschaftsverhältnisses*. Gibt der Aktionär seine Aktionärsstellung auf, wird er von den Mitgliedschaftsrechten und -pflichten befreit.²⁰⁹² Er ist dann nicht mehr vom Geltungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten erfasst.

3. Bindungswirkung für Organmitglieder

1085 Statutenbestimmungen haben Geltung gegenüber allen Organen der Gesellschaft. Dazu gehören die formellen Organe, die materiellen Organe und die faktischen Organe.²⁰⁹³ Eine Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten ist *für alle Organe massgeblich*. Aber nur der Verwaltungsrat der Aktiengesellschaft ist für deren Umsetzung verantwortlich.²⁰⁹⁴ Er ist verpflichtet, das Kapital während der im Ermächtigungsbeschluss bestimmten Dauer und entsprechend den Auflagen, insbesondere entsprechend derjenigen betreffend Loyalitätsbezugsrechte, zu erhöhen.²⁰⁹⁵ Die anderen Organe nehmen keine besondere Rolle bei der Prüfung und Umsetzung von Loyalitätsbezugsrechten ein.

²⁰⁹¹ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 830.

²⁰⁹² Zum Gesagten siehe vorne Rz. 833.

²⁰⁹³ Zum Organbegriff siehe vorne Rz. 839 ff.

²⁰⁹⁴ Er gibt im Kapitalerhöhungsbericht Rechenschaft über verschiedene Punkte ab (vgl. Art. 652e OR).

²⁰⁹⁵ Vgl. Art. 653s Abs. 1, Art. 653t Abs. 1 Ziff. 3 und Art. 653u Abs. 1 OR. Das bedeutet, dass der Verwaltungsrat das Bezugsrecht im Zusammenhang mit langfristig gehaltenen Aktien zu einem im Verhältnis zu kurzfristig gehaltenen Aktien tieferen Ausgabebetrag gewähren muss (vgl. hinten Anhang 2 Ziff. 2).

4. Bindungswirkung für Dritte

Die Statuten entfalten im Grundsatz *keine Bindungswirkung gegenüber Drittpersonen* ausserhalb der Sozialsphäre der Gesellschaft. Der Inhalt der Statuten einer Aktiengesellschaft kann höchstens mittelbar für Drittpersonen von Bedeutung sein.²⁰⁹⁶ Dieser Grundsatz gilt auch für eine Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten. Loyalitätsbezugsrechte können auch nicht mittelbar für Drittpersonen mit einer rechtsgeschäftlichen Beziehung zum Aktionär relevant sein, zumal das Bezugsrecht dem Aktionär zusteht.²⁰⁹⁷ 1086

5. Bindungswirkung im Konzern

Die Bindungswirkung einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten ist nach dem Gesagten beschränkt auf die Gesellschaft selbst, deren Organpersonen und deren Aktionäre. Die Gesellschaftsstatuten beanspruchen grundsätzlich *keine Geltung gegenüber Konzerngesellschaften*.²⁰⁹⁸ Andere Gesellschaften, die mit der Gesellschaft in einem Konzernverhältnis verbunden sind, werden von der Bindungswirkung einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten ausnahmsweise erfasst, wenn sie zugleich Aktionärinnen dieser Gesellschaft sind.²⁰⁹⁹ 1087

6. Fazit

Der subjektive Geltungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten erstreckt sich in erster Linie auf die *Aktionäre*, unabhängig davon, ob sie seit der Gründung Mitglieder der Gesellschaft sind oder ihr später mittels originären oder derivativen Aktienerwerbs beigetreten sind. Die Statutenbestimmung entfaltet keine Wirkung gegenüber ausgetretenen Aktionären.²¹⁰⁰ 1088

Darüber hinaus ist die Statutenbestimmung massgeblich für den *Verwaltungsrat*. Diesem kommen im Zusammenhang mit dem Kapitalerhöhungsbeschluss im Rahmen des Kapitalbands Befugnisse und Pflichten zu. Der Verwaltungsrat legt na- 1089

²⁰⁹⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 849.

²⁰⁹⁷ Zum Verhältnis zwischen Loyalitätsbezugsrecht und Nutzniessung an oder Verpfändung von Aktien siehe vorne Rz. 1034 ff.

²⁰⁹⁸ Zum Konzernbegriff siehe vorne Rz. 850.

²⁰⁹⁹ Vgl. vorne Rz. 851.

²¹⁰⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1084.

mentlich die unterschiedlichen Ausgabebeträge für langfristig und kurzfristig beteiligte Aktionäre entsprechend der Ermächtigung durch die Generalversammlung fest. Die übrigen formellen Organe sowie die materiellen und faktischen Organe sind an der Umsetzung nicht beteiligt.²¹⁰¹

D. Objektiver Geltungsbereich

- 1090 Der objektive Geltungsbereich einer Regelung betreffend Loyalitätsbezugsrechte erstreckt sich auf Kapitalerhöhungen im Zusammenhang mit dem *Kapitalband*, mit dem sie eingeführt wird. Die Regelung kommt nicht zur Anwendung auf Kapitalerhöhungen, welche die Generalversammlung während der Dauer der Ermächtigung des Verwaltungsrats beschliesst. Vielmehr fällt in einem solchen Falle das Kapitalband dahin.²¹⁰² Der tiefere Ausgabebetrag kann langfristig beteiligten Aktionären weiterhin gewährt werden, wenn die Generalversammlung nach Einführung des Kapitalbands ein bedingtes Kapital beschliesst.²¹⁰³ Nicht zur Anwendung kommen die Loyalitätsbezugsrechte, wenn das Kapitalband selbst Grundlage für die Ausgabe von bedingtem Kapital ist.²¹⁰⁴ In diesem Falle muss der Verwaltungsratsbeschluss alle notwendigen Angaben zur Schaffung bedingten Kapitals enthalten.²¹⁰⁵ Der objektive Geltungsbereich ergibt sich folglich aus der statutarischen Regelung betreffend das Kapitalband selbst.
- 1091 Von der Frage des objektiven Geltungsbereichs abzugrenzen ist die Frage, ob die Regelungen aus aktienrechtlicher Sicht zulässig sind. Darauf wird an anderer Stelle eingegangen.²¹⁰⁶

²¹⁰¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1085.

²¹⁰² Art. 653v Abs. 1 OR.

²¹⁰³ Gem. Art. 653v Abs. 2 Satz 1 OR führt ein Beschluss betreffend das bedingte Kapital nicht zum Dahinfallen des Kapitalbands. Die untere und obere Grenze des Kapitalbands erhöhen sich entsprechend dem Umfang der Kapitalerhöhung.

²¹⁰⁴ Zu dieser Möglichkeit siehe Art. 653v Abs. 2 Satz 2 OR.

²¹⁰⁵ Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9 i.V.m. Art. 653b OR. Sollen dabei ebenfalls langfristig beteiligte Aktionäre bevorzugt werden, könnte analog der Regelung betreffend Loyalitätsbezugsrechte ein tieferer Optionspreis festgelegt werden.

²¹⁰⁶ Siehe hinten Rz. 1094.

E. Zeitlicher Geltungsbereich

Eine Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten wird in der Regel mit der *Eintragung ins Handelsregister* wirksam. Seit Januar 2021 werden Handelsregistereinträge mit dem Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung im SHAB wirksam.²¹⁰⁷ Die Statutenklausel beansprucht demnach ab dem Zeitpunkt der Eintragung ins Handelsregister Geltung *ex nunc*. Nach Ablauf der Ermächtigungsdauer wird die Bestimmung über das Kapitalband und mit- hin die Auflage betreffend den tieferen Ausgabebetrag für langfristig beteiligte Aktionäre aus den Statuten gestrichen.²¹⁰⁸ 1092

Vom zeitlichen Geltungsbereich der Statutenbestimmung ist die Frage abzugrenzen, ob die Statutenbestimmung in Bezug auf die Berechtigung auf einen *Sachverhalt in der Vergangenheit* abstellen darf.²¹⁰⁹ 1093

III. Aktienrechtliche Zulässigkeit

Im vorstehenden Abschnitt wurde aufgezeigt, dass die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten in die Anordnungscompetenz der Gesellschaft fällt und dass es für das *gültige Zustandekommen* einer solchen Regelung einer statutarischen Grundlage im Zusammenhang mit einem Kapitalband bedarf. 1094

Eine Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten kann trotz gültigen Zustandekommens gegen *aktienrechtliche Vorschriften* verstossen. Sie gestattet die körperschaftliche Rechtsbeziehung zwischen dem Aktionär und der Gesellschaft. Es ist für die Umsetzung dieses Konzepts erforderlich, dass die Regeln, die der Rechtsbeziehung zugrunde liegen, eine solche Änderung überhaupt zulassen. Im Hinblick auf die Zulässigkeit einer Regelung betreffend Loyalitätsbezugsrechte in den Statuten von Aktiengesellschaften muss deshalb geprüft werden, ob deren Einführung und die damit verbundenen Wirkungen aus aktienrechtlicher Sicht zulässig sind. 1095

Bei der Beurteilung der aktienrechtlichen Zulässigkeit ist zu beachten, dass die Aktionärsrechte der Gestaltungsfreiheit der Gesellschaften Schranken setzen (A.). 1096

²¹⁰⁷ Siehe vorne Rz. 806 ff.

²¹⁰⁸ Art. 653t Abs. 1 Ziff. 2 und Abs. 2 E-OR NS 2020.

²¹⁰⁹ D.h., ob die Haltedauer vor der Einführung des Kapitalbands den Aktionären angerechnet wird bei der Ermittlung ihrer Berechtigung zu einem tieferen Ausgabebetrag.

Es wird geprüft, ob die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten verstösst (B.) und in Widerspruch zum Verbot der Ungleichbehandlung der Aktionäre steht (C.).

A. Aktionärsrechte als Schranke der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit

- 1097 Die Aktiengesellschaft ist grundsätzlich frei, ihre Statuten nach ihren Wünschen auszugestalten. Der Grundsatz der Gestaltungsfreiheit wird durch verschiedene *Schutzbestimmungen* eingeschränkt.²¹¹⁰ Bevor darauf eingegangen werden kann, ob und inwieweit die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten solche Schutzbestimmungen verletzt, wird im Folgenden dargelegt, welche Aktionärsrechte als mögliche Schranken in Betracht zu ziehen sind.
- 1098 Zunächst ist festzuhalten, dass es im Gesetz *kein ausdrückliches Verbot* betreffend Loyalitätsbezugsrechte gibt. Die Gesellschaft ist im Grundsatz frei, im Rahmen des Bezugsrechts innerhalb derselben Aktienkategorie unterschiedliche Ausgabebeträge festzusetzen. Es werden keine Aktionärsrechte verletzt, wenn alle Aktionäre gleichermassen die Wahl haben, entweder Bezugsrechte auszuüben oder einen verhältnismässigen Verlust von Stimmrechten in Kauf zu nehmen. Das ist selbst dann nicht der Fall, wenn die Aktien unter ihrem inneren Wert ausgegeben werden und diejenigen Aktionäre, die ihr Bezugsrecht nicht ausüben, einen Kapitalverlust durch Verwässerung hinnehmen müssen.²¹¹¹ Bei Loyalitätsbezugsrechten können langfristig beteiligte Aktionäre ihr Bezugsrecht zwar zu einem tieferen Ausgabebetrag ausüben. Eine Auslegung der Bestimmungen zum Inhalt des Kapitalerhöhungsbeschlusses zeigt aber, dass unterschiedliche Ausgabebeträge nicht *per se* verboten sind. Das ergibt sich aus der Gesetzessystematik und dem Gesetzeszweck.²¹¹²
- 1099 Im Weiteren ist anzumerken, dass im Zusammenhang mit Loyalitätsbezugsrechten die *gleichen Aktionärsrechte wie bei Loyalitätsdividenden* als mögliche aktienrechtliche Schranken in Betracht kommen.²¹¹³ Erstens könnte die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten

²¹¹⁰ Zum Gesagten und zu den verschiedenen Kategorien von Aktionärsrechten siehe vorne Rz. 864 ff.

²¹¹¹ Zum Gesagten siehe BGE 99 II 55 E. 2, S. 58 f.; bestätigt in BGE 116 II 525 E. 4b, S. 532; vgl. zur Kritik am erstgenannten Urteil KUMMER, 137 ff.

²¹¹² Zum Gesagten siehe vorne Rz. 1055 ff.

²¹¹³ Vgl. vorne Rz. 873 ff.

verstossen, weil sie dazu führen würde, dass kurzfristig beteiligte Aktionäre zur Geltendmachung ihrer Bezugsrechte verhältnismässig mehr Mittel aufbringen müssten als langfristig beteiligte Aktionäre. Zweitens könnten Loyalitätsbezugsrechte in Widerspruch zum Sachlichkeitsgebot stehen, wenn er nicht die Förderung der Gesellschaftsinteressen zum Ziel hat.²¹¹⁴ Drittens könnte die Festsetzung unterschiedlicher Ausgabebeträge im Zusammenhang mit Loyalitätsbezugsrechten das Gleichbehandlungsgebot verletzen, weil sie vom Prinzip der Kapitalproportionalität abweicht.²¹¹⁵ Und viertens könnte die Festsetzung eines tieferen Ausgabebetrags für langfristig beteiligte Aktionäre im Zusammenhang mit dem Loyalitätsbezugsrecht rechtsmissbräuchlich sein, sofern sie nicht auf vernünftigen wirtschaftlichen Erwägungen beruht.

Die Untersuchung wird auch in Bezug auf Loyalitätsbezugsrechte eingeschränkt 1100 auf die Prüfung der Vereinbarkeit mit dem *Nebenleistungsverbot* und dem *Gleichbehandlungsgebot*. Die Vereinbarkeit von Loyalitätsbezugsrechten mit dem Sachlichkeitsgebot, mithin mit dem Erfordernis des wichtigen Grundes, und dem Gebot der schonenden Rechtsausübung wird in der vorliegenden Prüfungsstruktur als Teil der Prüfung der Vereinbarkeit mit dem Gleichbehandlungsgebot geprüft. Diese Prüfungsstruktur bringt alle von der Lehre und Rechtsprechung entwickelten Schranken zur Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechts zum Ausdruck.²¹¹⁶ Die ausdrückliche Erwähnung der Voraussetzung des wichtigen Grundes im Gesetz per 1. Juli 1992 ändert nichts an der Gültigkeit der von Lehre und Rechtsprechung entwickelten Regeln.²¹¹⁷ Nach diesen Regeln ist eine Einschränkung des Bezugsrechts zulässig, wenn sie durch ein sachliches Interesse gerecht-

²¹¹⁴ Das Gesetz bringt das im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht zum Ausdruck, indem es «wichtige Gründe» für dessen Einschränkung verlangt. Vgl. hierzu Art. 652b Abs. 2 OR; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ, § 41 N 19, im Zusammenhang mit Art. 736 Ziff. 4 aOR, gemäss denen aufgrund der kapitalbezogenen Struktur der Aktiengesellschaft nur sachliche Gründe und keine persönlichen Gründe infrage kommen.

²¹¹⁵ Das revidierte Aktienrecht sieht ausdrücklich vor, dass durch die Festsetzung des Ausgabebetrags niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden darf (Art. 652b Abs. 4 OR).

²¹¹⁶ Zur Rechtsprechung siehe BGE 91 II 298 E. 2, S. 300 f.; BGE 117 II 290 E. 4e/aa, S. 300 f.; vgl. BGE 121 III 219 E. 2 und 3, S. 234 ff. Zur Lehre siehe VON PLANTA, 80, 88 ff.; ZINDEL, 237 ff., 251, beide m.w.H.

²¹¹⁷ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 N 243; CR CO II-VENTURI ZEN-RUF-FINEN/URBEN, Art. 652b, N 16; vgl. BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652b, N 14, gemäss denen die Kriterien eine gewisse Verschärfung erfahren haben, die aber im Ergebnis auch davon ausgehen, dass i.d.R. ein wichtiger Grund vorliegt, wenn die von der Lehre und Rechtsprechung entwickelten Kriterien vollumfänglich erfüllt sind; a.M. GERICKE, genehmigte Kapitalerhöhung, 253 f.

fertigt ist und erforderlich zum Erreichen des ihr zugrunde liegenden Ziels ist, und wenn sie das Gleichbehandlungsgebot und das Gebot der schonenden Rechtsausübung beachtet.²¹¹⁸ Die sachliche Rechtfertigung wird in der vorliegenden Untersuchung unter dem Titel «Zweckmässigkeit» als erster Prüfungsschritt bei der Vereinbarkeit von Loyalitätsoptionen mit dem Gleichbehandlungsgebot geprüft.²¹¹⁹ Die Vereinbarkeit von Loyalitätsbezugsrechten mit dem Rechtsmissbrauchsverbot wird auf der Grundlage des Fazits des ersten Teils dieser Arbeit als gegeben betrachtet.²¹²⁰

- 1101 Vor dem Hintergrund des Gesagten wird im Folgenden zweierlei geprüft: Es wird untersucht, ob und unter welchen Voraussetzungen Loyalitätsbezugsrechte mit dem Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten zu vereinbaren sind. Und es wird geprüft, ob Loyalitätsbezugsrechte dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot entsprechen.

B. Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten

1. Ausgestaltung des Nebenleistungsverbots

- 1102 Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten könnte in Konflikt zum *Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten* stehen.²¹²¹
- 1103 Die *Normadressaten* des Nebenleistungsverbots sind diejenigen Organe, welche die Aktionäre in ihrer körperschaftlichen Stellung belasten können. Es sind dies die Generalversammlung und der Verwaltungsrat der Gesellschaft. Daraus ergibt sich, dass den Aktionären mittels Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss keine zusätzlichen Pflichten auferlegt werden dürfen.²¹²²
- 1104 Das entscheidende Kriterium zur Beurteilung der Zulässigkeit einer statutarischen Regelung im Lichte des Nebenleistungsverbots ist das Kriterium der *Risikoneutra-*

²¹¹⁸ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652b, N 15 m.w.H.

²¹¹⁹ Siehe hinten Rz. 1152 f.

²¹²⁰ Das Inaussichtstellen eines tieferen Ausgabebetrags beim Bezug neuer Aktien kann dazu beitragen, dass die Aktionäre künftige Erträge weniger stark abzinsen. Das wiederum ermöglicht eine langfristige und nachhaltige Geschäftsstrategie und die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts. Zu den wirtschaftlichen Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten vgl. vorne Rz. 653 ff.

²¹²¹ Vgl. Art. 680 Abs. 1 OR. Dieser Meinung VON DER CRONE/MOHASSEB, 793, welche die Belohnung zukünftiger Treue als Verstoß gegen Art. 680 Abs. 1 OR qualifizieren.

²¹²² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 172.

lität. Führt eine Regelung zu einer rechtlichen oder tatsächlichen Belastung der Aktionäre mit Verpflichtung oder einer anderweitigen Belastung, mit denen eine Erhöhung des wirtschaftlichen Risikos der Aktionäre verbunden ist, ist sie unzulässig.²¹²³

Die Rechtsfolge der Einführung einer Statutenbestimmung, mit der eine tatsächliche oder rechtliche Erhöhung des Risikos einhergeht, ist in der Regel die *Nichtigkeit*. Die Umdeutung der entsprechenden Statutenbestimmung in eine sondervertragliche Verpflichtung der Aktionäre ist nur unter engen Voraussetzungen zulässig.²¹²⁴ 1105

2. Loyalitätsbezugsrechte und Nebenleistungsverbot

Um zu ermitteln, ob Loyalitätsbezugsrechte gegen das Nebenleistungsverbot verstossen, wird an die Auslegung von Art. 680 Abs. 1 OR im Rahmen der Diskussion um die Treuepflicht der Aktionäre und im Zusammenhang mit Loyalitätsdividenden angeknüpft. Die Bestimmung dient generell dem *Schutz vor zusätzlichen Verpflichtungen* und der Wahrung der *Verkäuflichkeit* und freien Handelbarkeit der Aktien. Im Einzelnen soll das Nebenleistungsverbot die Minderheitsaktionäre davor schützen, dass ihnen gegen ihren Willen weitere Pflichten auferlegt werden. Sie soll verhindern, dass die Verkäuflichkeit der Aktien gegen den Willen der Aktionäre – gegenwärtige und zukünftige – erschwert wird. Und sie soll sicherstellen, dass die Aktien möglichst frei handelbar sind, damit ein funktionierender Aktienverkehr gewährleistet ist.²¹²⁵ Im Folgenden wird auf die Vereinbarkeit von Loyalitätsbezugsrechten mit dem Schutz vor ungewollten Verpflichtungen und dem Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien eingegangen. 1106

a) *Loyalitätsbezugsrechte und der Schutz vor ungewollten Verpflichtungen*

aa) Keine rechtliche Verpflichtung der Aktionäre

Gemäss Art. 680 Abs. 1 OR sollen den Aktionären gegen ihren Willen keine über die Liberierungspflicht hinausgehende Leistungspflichten auferlegt werden. Der Begriff der Leistungspflicht umfasst *positive und negative Leistungspflichten*.²¹²⁶ 1107

²¹²³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 168.

²¹²⁴ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 175 f.

²¹²⁵ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 159 ff.

²¹²⁶ Siehe vorne Rz. 135.

Die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten führt nicht zu einer Verpflichtung in diesem Sinne.

- 1108 Die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten begründet *keine vollstreckbare Leistungspflicht* des Aktionärs. Loyalitätsbezugsrechte gewähren den Aktionären auf demjenigen Teil neu ausgegebener Aktien einen tieferen Ausgabebetrag, der dem Anteil langfristig gehaltener Aktien ihrer bisherigen Beteiligung entspricht.²¹²⁷ Die kurzfristig beteiligten Aktionäre erhalten somit zwar nach wie vor ein ihrem bisherigen Anteil entsprechendes Bezugsrecht. Sie müssten aber angesichts des höheren Ausgabebetrags für dessen Geltendmachung mehr Mittel aufbringen als langfristig beteiligte Aktionäre. Will ein Aktionär vom tieferen Ausgabebetrag profitieren, muss er seine Aktien während der statutarisch bestimmten Haltedauer von mindestens zwei Jahren halten. Eine solche Regelung begründet höchstens eine Obliegenheit.²¹²⁸ Der Nachteil besteht im verhältnismässig höheren Ausgabebetrag. Der Aktionär hat aber stets die Wahl, ob er seine Aktien langfristig halten oder veräussern will. Es besteht keine rechtliche Verpflichtung, die Aktien während dieser Dauer zu halten. Mit der Einführung von Loyalitätsbezugsrechten sind somit keinerlei positiven oder negativen Leistungspflichten verbunden.²¹²⁹

bb) Faktische Verpflichtung der Aktionäre?

- 1109 Je nach Ansicht könnte man der Auffassung sein, die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten begründe eine *faktische Verpflichtung* der Aktionäre. Man könnte argumentieren, ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten auferlege den Aktionären eine tatsächliche Verpflichtung, indem diese, sofern sie beim Bezug neuer Aktien vom tieferen Ausgabebetrag profitieren wollen, dazu veranlasst sind, sich ins Aktienbuch einzutragen und ihre Mitgliedschaft langfristig aufrechtzuerhalten. Die Loyalitätsbezugsrechte könnten – zumindest während der Dauer des entsprechenden Kapitalbands – als faktisches Hindernis für eine Veräusserung der Aktien qualifiziert werden, indem sie die Handlungsfreiheit der Aktionäre während der

²¹²⁷ Siehe vorne Rz. 1042.

²¹²⁸ Selbst wenn der günstigere Ausgabebetrag erst gewährt wird, wenn der Aktionär erklärt, er habe die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung gehalten, entsteht dadurch höchstens eine Obliegenheit. Vgl. zu dieser Auffassung im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164.

²¹²⁹ Zur vergleichbaren Argumentation in Bezug auf Loyalitätsdividenden vgl. vorne Rz. 890 ff.

massgeblichen Haltefrist einzuschränken vermögen.²¹³⁰ Zudem könnten die Eintragung des Aktionärs ins Aktienbuch sowie die erforderliche Erklärung hinsichtlich der wirtschaftlichen Berechtigung gegenüber der Gesellschaft ebenso als faktische Verpflichtungen qualifiziert werden. Eine irgendwie geartete faktische Verpflichtung würde gegen Art. 680 Abs. 1 OR verstossen, wenn sie das wirtschaftliche Risiko des Aktionärs erhöhte.²¹³¹

Meiner Meinung nach begründet die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten keine unzulässige faktische Verpflichtung der Aktionäre. Sie führt zu *keiner Beeinträchtigung der Willensbildung* oder -entschliessung der Aktionäre. Das Inaussichtstellen eines Bezugsrechts zu günstigeren Konditionen beeinträchtigt die Aktionäre nicht in tatsächlicher Hinsicht in ihrer Entscheidungsfreiheit, ihre Mitgliedschaft aufrechtzuerhalten. Loyalitätsbezugsrechte mögen einen Anreiz dafür setzen, dass sich die Aktionäre im Rahmen ihrer Willensbildung eher für das Aufrechterhalten statt für die Veräusserung ihrer Beteiligung entscheiden. Die Entscheidungsmöglichkeiten an sich – Aufrechterhalten über teilweise Veräusserung bis hin zu vollumfänglicher Veräusserung – bleibt aber unverändert. Die Aktionäre können sich immer noch aus freiem Willen dafür entscheiden, ihre Beteiligung nicht langfristig zu halten und damit auf den tieferen Ausgabebetrag beim Bezug neuer Aktien zu verzichten. Es kann deshalb im Zusammenhang mit Loyalitätsbezugsrechten nicht von einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre gesprochen werden. 1110

Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten führt auch zu *keiner Einschränkung der Willensbetätigung* betreffend die Veräusserung der Aktien. Loyalitätsbezugsrechte erschweren die Veräusserung der Aktien der betroffenen Gesellschaft mutmasslich nicht. Weil das Konzept neu ist, gibt es keine Erhebungen zu den Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten auf die Liquidität der Aktien einer Gesellschaft, die das Konzept einführt. Im Vergleich zu Loyalitätsdividenden werden Loyalitätsbezugsrechte lediglich während der maximal fünfjährigen Geltungsdauer des Kapitalbands gewährt und nicht unbeschränkt in die Zukunft hinaus. Es ist deshalb schwer vorstellbar, dass Loyalitätsbezugsrechte einen stärkeren Einfluss auf die Liquidität des Aktienhandels haben als Loyalitätsdividenden. Soweit sich auch Loyalitätsdividenden nicht negativ auf die Liquidität auswirken, kann deshalb nicht gesagt werden, Loyalitätsbezugsrechte würden die Willensbetäti- 1111

²¹³⁰ Zum Zusammenhang zwischen faktischen Hindernissen und der Aufrechterhaltung einer Beziehung zu einer Organisation gemäss dem Modell von HIRSCHMAN vgl. vorne Rz. 48.

²¹³¹ Vgl. vorne Rz. 167.

gung der Aktionäre betreffend die Veräusserung ihrer Aktien einschränken. Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten verpflichtet die Aktionäre somit auch nicht faktisch.

- 1112 Selbst wenn Loyalitätsbezugsrechte zu einer Abnahme der Liquidität führen, begründen sie keine faktische Verpflichtung der Aktionäre, zumal eine Abnahme der Liquidität nicht zwingend das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre erhöht. Loyalitätsbezugsrechte könnten wohl auch eine *beruhigende Wirkung auf den Handel* haben. Die Absicht hinter der Einführung liegt gerade darin, den Aktienumschlag zu reduzieren. Soweit das Handelsvolumen im Kapitalmarkt übermässig ist, ist das für die Aktionäre aber auch nicht zwingend nachteilig. Im Weiteren wäre wohl nicht ganz klar, ob und inwieweit die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten für sich gesehen kausal ist für die Abnahme der Liquidität, zumal sie durch verschiedene Faktoren beeinflusst wird. Und schliesslich wird die Möglichkeit der Aktionäre, die Aktien zu veräussern, stets gewahrt. Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten verbunden mit der Obliegenheit der Aktionäre, sich ins Aktienbuch eintragen zu lassen und eine Meldung zur wirtschaftlichen Berechtigung abzugeben, erhöht das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre nicht.²¹³²
- 1113 Zusammenfassend kann deshalb gesagt werden, dass Loyalitätsbezugsrechte keine faktische Verpflichtung der Aktionäre begründen – weder zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung noch in anderer Weise. Das Wahlrecht der Aktionäre zur Veräusserung der Aktien bleibt gewahrt, selbst wenn mit der Einführung von Loyalitätsbezugsrechten eine gewisse Beruhigung des Aktienhandels einhergeht. Der Umstand, dass Loyalitätsbezugsrechte im Vergleich zu Loyalitätsdividenden zeitlich begrenzt gewährt werden, lässt vermuten, dass der Einfluss auf die Liquidität des Aktienhandels gering sein dürfte. Selbst wenn Loyalitätsbezugsrechte mit einer Abnahme der Liquidität korrelierten, würde das noch *keine Kausalität* zu einer Erhöhung des wirtschaftlichen Risikos der Aktionäre begründen. Auch die mit Loyalitätsbezugsrechten verbundenden Obliegenheiten zur Eintragung ins Aktienbuch oder zur Offenlegung der wirtschaftlichen Berechtigung an den Aktien erhöhen das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre nicht. Loyalitätsbezugsrechte begründen somit auch keine unzulässige faktische Nebenleistungspflicht. Es rechtfertigt sich meines Erachtens deshalb nicht, deren Einführung vor dem Hintergrund der eingeschränkten Leistungspflicht der Aktionäre grundsätzlich zu verbieten.

²¹³² Vielmehr dient die Obliegenheit dem Schutz vor Umgehungen der Regelung, siehe vorne Rz. 1026.

Es wäre hilfreich, wenn die Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten auf die Liquidität weiter untersucht würden.²¹³³ Es ist anzunehmen, dass die Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten auf die Liquidität geringer ausfallen als diejenigen von Loyalitätsdividenden. Selbst wenn ein Zusammenhang festgestellt werden könnte, liesse sich dieser mit einer Beschränkung der Privilegierung pro Aktionär reduzieren. Solange nicht nachgewiesen ist, dass Loyalitätsdividenden einen das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre steigernden Effekt auf die Liquidität haben, ist auch die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten ohne Beschränkung pro Aktionär nicht als Verstoß gegen das Nebenleistungsverbot zu qualifizieren. 1114

cc) Zwischenfazit

Nach der hier vertretenen Auffassung begründen Loyalitätsbezugsrechte gemäss dem dargelegten Grundmodell *keine unzulässige Nebenleistungspflicht*. Der Zweck des Schutzes vor ungewollten Verpflichtungen wird nicht verletzt. Das Nebenleistungsverbot schliesst demnach die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten nicht grundsätzlich aus. Diese Erkenntnis beruht auf der verbreiteten und in Bezug auf die Zulässigkeit von statutarischen Vorkaufsrechten verwendeten Definition der Leistungspflicht.²¹³⁴ 1115

Die Lehre beurteilt die Leistungspflicht i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR zuweilen aber auch anders und steht der Zulässigkeit von Loyalitätsaktien generell kritisch gegenüber.²¹³⁵ Geht man – entgegen der vorstehenden Erkenntnis – davon aus, dass Loyalitätsbezugsrechte einen Verpflichtungscharakter haben, verstossen sie gegen Art. 680 Abs. 1 OR, wenn sie per Mehrheitsbeschluss und somit gegen den Willen einer Minderheit der Aktionäre eingeführt werden. Beruht der Beschluss aber auf der *Zustimmung aller Aktionäre*, bleibt dieser Schutzzweck gewahrt. Weil das Nebenleistungsverbot in Bezug auf diesen Schutzzweck ein verzichtbares Recht ist, können die Aktionäre grundsätzlich mit einstimmigem Beschluss darüber verfügen.²¹³⁶ 1116

Die Zustimmung aller Aktionäre kann in *unterschiedlichen Konstellationen* gegeben sein. Die Zustimmung aller Aktionäre kann in den Gründungsstatuten ent- 1117

²¹³³ Es ist zu hoffen, dass der Bericht zum Postulat RK-S (18.4092) auch in diesem Punkt Klarheit schafft.

²¹³⁴ Vgl. vorne Rz. 167.

²¹³⁵ Vgl. vorne Rz. 884 Fn. 1738.

²¹³⁶ Ein einstimmiger Beschluss ist gleichwohl rechtswidrig, sofern er gegen den Teilgehalt des Schutzes der freien Handelbarkeit der Aktie verstösst. Zum Gesagten siehe vorne Rz. 902.

halten sein. Alle an der Gesellschaft beteiligten Aktionäre können der Einführung aber auch nachträglich zustimmen. Die künftigen Aktionäre unterwerfen sich mit ihrem Beitritt zur Gesellschaft der statutarischen Ordnung der Gesellschaft und somit auch einem geltenden Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten. In diesen Fällen erfolgt das Festlegen von tieferen Ausgabebeträgen für langfristig beteiligte Aktionäre beim Bezug neuer Aktien nicht gegen den Willen der beitretenden Aktionäre.²¹³⁷

- 1118 Die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten entsprechend dem vorgestellten Grundmodell auferlegt den Aktionären nach hier vertretener Auffassung *keine zusätzlichen Pflichten* und wahrt deshalb den Schutz vor ungewollten Verpflichtungen. Sollte man Loyalitätsbezugsrechte entgegen dieser Auffassung als eine Leistungspflicht begründend qualifizieren, bedürfte es der Zustimmung aller Aktionäre für die Einführung des entsprechenden Kapitalbands.

b) Loyalitätsbezugsrechte und der Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien

- 1119 Der Zweck des Nebenleistungsverbots liegt im Weiteren in der *Gewährleistung der freien Handelbarkeit der Aktie*. Sind die Aktien frei handelbar, reduziert sich das Risiko der Aktionäre, weil sie sich stets auf Wunsch von ihrer Beteiligung trennen können. Die Gewährleistung einer möglichst uneingeschränkten Handelbarkeit der Aktie ist wichtig, weil der Aktionär kein Austrittsrecht hat. Die Veräusserung seiner Beteiligung ist deshalb faktisch die einzige Möglichkeit des Aktionärs, sich von der Gesellschaft zu trennen. Eine Einschränkung oder der Ausschluss der freien Handelbarkeit sind deshalb bereits aus aktienrechtlicher und persönlichkeitsrechtlicher Sicht nur innerhalb gewisser Schranken zulässig, soweit sie dem Schutz der Aktionäre dienen. Weil sie darüber hinaus die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Aktiengesellschaft und somit öffentlichen Interessen dient, ist eine weitere Einschränkung ausgeschlossen. Deshalb ist ein Verzicht auf die freie Handelbarkeit selbst dann nicht möglich, wenn er auf einem einstimmigen Beschluss der Aktionäre beruht.²¹³⁸
- 1120 Es muss vor diesem Hintergrund ermittelt werden, ob die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten zu einer *tatsächlichen Einschränkung* der freien Handelbarkeit der Aktie führt oder nicht.²¹³⁹ Es ist indessen für die Verein-

²¹³⁷ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 903.

²¹³⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 160 ff. und 905 ff.

²¹³⁹ Zu einer rechtlichen Einschränkung der freien Handelbarkeit führen Loyalitätsbezugsrechte nicht, zumal die Verfügungsbefugnis des Aktionärs von der Einführung von Lo-

barkeit mit dem Grundsatz der freien Handelbarkeit unerheblich, ob die Aktionäre der Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten zugestimmt haben oder nicht.

Die Verkäuflichkeit der Aktie kann in *tatsächlicher Hinsicht* aufgrund unterschiedlicher Umstände erschwert sein.²¹⁴⁰ Um eine möglichst freie Handelbarkeit der Aktien zu gewährleisten, sollte das Risiko, das der Aktionär mit einer Mitgliedschaft eingeht, bestimmbar sein. Aus diesem Grund darf die Statutenbestimmung betreffend das Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten dem Verwaltungsrat auch kein Ermessen einräumen, weitere erschwerende Bedingungen oder Auflagen zur Berechtigung zu einem tieferen Ausgabebetrag einzuführen. Die Statuten müssen die Grundzüge der Regelung abschliessend bestimmen.²¹⁴¹ 1121

Es ist unklar, ob die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten eine *tatsächliche Einschränkung der Handelbarkeit* der Aktien zur Folge hat. Ein negativer Effekt auf die Handelbarkeit der Aktie wäre allenfalls gegeben, wenn Loyalitätsbezugsrechte die Attraktivität einer Mitgliedschaft in der Gesellschaft verringern und somit die Verkaufsmöglichkeiten der Aktionäre mindern. Loyalitätsbezugsrechte führen im Ergebnis zu einer Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären in Bezug auf das Bezugsrecht bei Kapitalerhöhungen im Rahmen des Kapitalbands.²¹⁴² Das bedeutet, dass für Eigentümer von Aktien, die im Zeitpunkt der Kapitalerhöhung seit weniger als zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen sind, ein höherer Ausgabebetrag beim Bezug neuer Aktien im entsprechenden Umfang gilt. Je nachdem, wie vielen Aktionären ein tieferer Ausgabebetrag zusteht, könnte das einen negativen Effekt auf die Handelbarkeit der Aktien haben. 1122

Ob und inwieweit Loyalitätsbezugsrechte sich auf die Handelbarkeit der Aktie auswirken, hängt von der *konkreten Ausgestaltung im Einzelfall* ab. Weil es sich um ein neuartiges Konzept handelt, gibt es zurzeit keine Erhebungen zu den Auswir- 1123

yalitätsbezugsrechten unberührt bleibt. Das rechtliche Dürfen des Aktionärs in Bezug auf die Übertragung seiner Mitgliedschaft wird nicht eingeschränkt.

²¹⁴⁰ Dazu gehören namentlich das mit einer Mitgliedschaft verbundene Risiko, die Rendite, die Zukunftsaussichten sowie ein ungenügender Minderheitenschutz. Siehe hierzu vorne Fn. 1785.

²¹⁴¹ Dazu gehören namentlich die Voraussetzungen des Anspruchs auf einen tieferen Ausgabebetrag, Angaben zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zum Mass der Berechtigung; siehe hierzu vorne Rz. 1012 ff; hinten Anhang 2.

²¹⁴² Genau genommen werden nicht langfristig beteiligte Aktionäre privilegiert, sondern Aktien, deren Eigentümer langfristig im Aktienbuch als Eigentümer eingetragen ist.

kungen von Loyalitätsbezugsrechten. Ausgehend von der Erkenntnis, dass die Einführung von Loyalitätsdividenden keinen oder zumindest keinen wesentlichen negativen Effekt auf die Liquidität des Aktienhandels hat, dürften Loyalitätsbezugsrechte in der dargestellten Form sich eher nicht nachteilig auf die Verkäuflichkeit der Aktie auswirken. Sie sind zeitlich beschränkt auf die Dauer der Geltung des Kapitalbands, wohingegen Loyalitätsdividenden nach dem vorliegenden Modell unbeschränkt in die Zukunft wirken. Ein Verstoß gegen den Grundsatz der freien Handelbarkeit, der ein Teilgehalt von Art. 680 Abs. 1 OR ist, wäre – zumindest in diesem Fall – nicht anzunehmen.

- 1124 Hat die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten trotzdem – und entgegen der vorstehenden Herleitung – eine nachteilige Auswirkung auf die Attraktivität der Mitgliedschaft in einer Gesellschaft, besteht die Wahrscheinlichkeit, dass damit auch die Handelbarkeit der Aktie beeinträchtigt wird. In diesem Falle wäre die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten ein *Verstoß gegen den Gesetzeszweck* von Art. 680 Abs. 1 OR – selbst wenn der Beschluss zu deren Einführung einstimmig war. Der Schutz der Aktionäre vor ungewollten Pflichten wird im Falle eines einstimmigen Beschlusses zwar nicht verletzt. Das ist aber in Bezug auf die freie Handelbarkeit der Aktie – den anderen Teilgehalt von Art. 680 Abs. 1 OR – nicht relevant. Weil die freie Handelbarkeit u.a. öffentlichen Interessen dient, kann der Aktionär nicht mittels Zustimmung darauf verzichten.²¹⁴³

3. Rechtsfolgen eines Verstosses

- 1125 Geht man – entgegen der hier vertretenen Meinung – davon aus, dass Loyalitätsbezugsrechte gegen Art. 680 Abs. 1 OR verstossen, ist darzulegen, welche Rechtsfolgen ein solcher Verstoß nach sich zieht.²¹⁴⁴

a) *Nichtigkeit*

aa) Nichtigkeitsgrund

- 1126 Nach weitgehend einhelliger Auffassung in der Lehre führt ein Verstoß gegen das Nebenleistungsverbot als *Verstoß gegen eine zwingende Gesetzesbestimmung* zur

²¹⁴³ Vgl. vorne Rz. 872.

²¹⁴⁴ Das kann zum einen der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass Loyalitätsbezugsrechte den Aktionären eine (faktische) Leistungspflicht auferlegen. Es kann zum anderen der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass Loyalitätsbezugsrechte gegen den Grundsatz der freien Handelbarkeit der Aktie verstossen.

Nichtigkeit der betroffenen Statutenbestimmung.²¹⁴⁵ Diese Rechtsfolge hängt mit der zwingenden Natur des Nebenleistungsverbots zusammen.²¹⁴⁶

1127 Geht man von einem Verpflichtungscharakter von Loyalitätsbezugsrechten aus, wäre eine entsprechende Statutenbestimmung nichtig, zumal das Nebenleistungsverbot diesfalls regelmässig in Bezug auf die *beiden Teilgehälte von Art. 680 Abs. 1 OR verletzt* sein dürfte. Die Einführung könnte als faktische Verpflichtung qualifiziert werden, soweit sie die Aktionäre zum langfristigen Aufrechterhalten ihrer Mitgliedschaft bewegt. Ist das der Fall, beeinträchtigt diese faktische Verpflichtung auch die Handelbarkeit der Aktie und somit die Liquidität. Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten mittels Mehrheitsbeschluss verletzt deshalb nach dieser Auffassung nicht bloss den Schutz der Aktionärsminorität vor ungewollten Verpflichtungen, sondern stets (auch) den Grundsatz der möglichst freien Handelbarkeit der Aktie. In Bezug auf diesen Teilgehalt ist Art. 680 Abs. 1 OR als zwingendes Recht ausgestaltet. Soweit Loyalitätsbezugsrechte die freie Verkäuflichkeit der Aktie einschränken, ist die entsprechende Statutenbestimmung betreffend das Kapitalband nichtig – unabhängig vom Vorliegen der Zustimmung der Aktionäre.

1128 Der Beschluss zur Einführung des Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten und die damit verbundene Statutenbestimmung wären lediglich *teilweise nichtig*. Die Nichtigkeit betreffe denjenigen Teil des Beschlusses und der Statutenbestimmung, der gegen den Grundsatz der freien Handelbarkeit verstösst.²¹⁴⁷ In Bezug auf ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten würde das bedeuten, dass lediglich die Auflage im Ermächtigungsbeschluss, wonach langfristig beteiligten Aktionären ein tieferer Ausgabebetrag gewährt wird, von der Nichtigkeit betroffen wäre. Der Rest des Ermächtigungsbeschlusses bliebe gültig, zumal er nicht gegen zwingendes Recht verstösst.

1129 Wäre ein Beschluss zur Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten als teilweise nichtig zu betrachten, wäre der betroffene Teil *von Anfang an nicht rechtswirksam*. Die Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses besteht von Gesetzes wegen und ist grundsätzlich nicht heilbar.²¹⁴⁸

²¹⁴⁵ Vgl. vorne Rz. 916.

²¹⁴⁶ Vgl. Art. 706b Ziff. 1 OR.

²¹⁴⁷ Vgl. BGE 84 II 550 E. 2, S. 555, gemäss dem ein Generalversammlungsbeschluss auch teilweise für nichtig erklärt werden kann.

²¹⁴⁸ Vgl. vorne Rz. 918.

bb) Verfahren

- 1130 Die allfällige Nichtigkeit des Generalversammlungsbeschlusses betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten könnte in unterschiedlichen Verfahren zum Tragen kommen. In der Regel dürfte die Prüfung der Nichtigkeit in der *Zuständigkeit des Richters* liegen. Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte ist nicht offensichtlich rechtswidrig. Erst wenn allfällige negative Auswirkungen auf die Liquidität und somit die Handelbarkeit der Aktie nachgewiesen würden, wäre mit der Gewährleistung der freien Handelbarkeit ein im öffentlichen Interesse liegender Teilgehalt des Nebenleistungsverbots verletzt. Um diese Auswirkungen nachzuweisen, sind indessen komplexe rechtsökonomische Überlegungen erforderlich. Deren Einbezug liegt ausserhalb des Zwecks des Eintragungsverfahrens und übersteigt die Prüfungsbefugnis des Handelsregisterführers. Die Prüfung der Nichtigkeit von Loyalitätsbezugsrechten dürfte deshalb in der Regel dem Richter vorbehalten sein.²¹⁴⁹
- 1131 Ein Urteil, das die Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses festhält, entfaltet *Wirkung gegenüber jedermann*. Deshalb sind weitere Klagen gegen den entsprechenden Beschluss gegenstandslos.²¹⁵⁰
- 1132 Soweit ein Ermächtigungsbeschluss und eine Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten teilweise als nichtig beurteilt werden, fallen sie spätestens mit der erfolgreichen Geltendmachung im Umfang des ungültigen Teils *ex tunc* dahin.²¹⁵¹

b) Konversion

- 1133 Eine Konversion des nichtigen Teils der betroffenen Statutenbestimmung in eine vertragliche Vereinbarung zwischen der Gesellschaft und den zustimmenden Aktionären ist ausgeschlossen. Die Konversion setzt voraus, dass die sondervertragliche Vereinbarung einen ähnlichen Zweck und Erfolg hat wie die nichtige Statutenbestimmung.²¹⁵² Es darf zwar angenommen werden, dass mit einer vertraglichen Vereinbarung betreffend einen tieferen Ausgabebetrag ein *ähnlicher Zweck* verfolgt wird wie mit einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte.

²¹⁴⁹ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 919 ff.

²¹⁵⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 922.

²¹⁵¹ Vgl. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706, N 25; RIEMER, Riemer 2003, N 304; ZK-TANNER, Art. 706b OR, N 157; in Bezug auf eine nichtige Bestimmung in Vereinsstatuten vgl. BGE 97 II 108 E. 4, S. 115.

²¹⁵² Zu den Voraussetzungen der Konversion siehe vorne Rz. 175.

Es geht in beiden Fällen darum, langfristig beteiligte Aktionäre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären zu privilegieren.

Eine vertragliche Regelung hätte aber angesichts des *unterschiedlichen Wirkungskreises* nicht den gleichen Erfolg wie ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten. Eine vertragliche Vereinbarung wirkt nur zwischen den am Vertrag beteiligten Parteien und nicht automatisch gegenüber allen gegenwärtigen und künftigen Aktionären. Diejenigen Aktionäre, die der Regelung nicht zustimmen oder der Gesellschaft später beitreten, wären nicht durch eine vertragliche Regelung gebunden.²¹⁵³ Sie hätten im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht keinen Anspruch auf einen tieferen Ausgabebetrag. Dies würde dazu führen, dass lediglich den zustimmenden langfristig beteiligten Aktionären bei einer Kapitalerhöhung ein höherer Ausgabebetrag gewährt würde. Der Erfolg einer vertraglichen Vereinbarung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht unterscheidet sich somit in Bezug auf den Wirkungskreis von einem Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten. Es ist davon auszugehen, dass die Zustimmung der Aktionäre eben gerade davon abhängt, dass sämtliche Aktionäre unter den gleichen Voraussetzungen von einem tieferen Ausgabebetrag profitieren können. Angesichts des unterschiedlichen Wirkungskreises ist eine Konversion einer statutari- 1134
schen Regelung betreffend Loyalitätsbezugsrechte ausgeschlossen.

Darüber hinaus ist eine Konversion auch aufgrund der *unterschiedlichen Wirkungsweise* einer vertraglichen Regelung gegenüber einer Statutenbestimmung ausgeschlossen. Der Verwaltungsrat wird durch einen Generalversammlungsbeschluss oder eine statutarische Grundlage dazu verpflichtet und ermächtigt, mit Wirkung gegenüber allen Aktionären zu handeln. Eine sondervertragliche Vereinbarung würde aber nur Wirkung zwischen den zustimmenden Aktionären entfalten. Selbst wenn auch die Gesellschaft ein Teil der sondervertraglichen Vereinbarung wäre, könnten die unbeteiligten Aktionäre nicht durch diese Regelung zu einem Tun oder Unterlassen verpflichtet werden.²¹⁵⁴ Eine vertragliche Vereinbarung würde den zustimmenden langfristig beteiligten Aktionären lediglich einen obligatorischen Anspruch gegen die zustimmenden kurzfristig beteiligten Aktionäre und gegebenenfalls die beteiligte Gesellschaft auf die Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags beim Bezug neuer Aktien einräumen. Nicht zustimmende und neue kurzfristig beteiligte Aktionäre wären nicht verpflichtet, einen höheren Ausgabebetrag zu akzeptieren. Sie hätten folglich auch keinen Anreiz, ihre Beteiligun- 1135

²¹⁵³ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 927.

²¹⁵⁴ Das käme einem Vertrag zulasten Dritter gleich. Der Abschluss eines solchen Vertrags ist nicht möglich, siehe vorne Fn. 1814.

gen langfristig zu halten. Es ist deshalb nicht zu erwarten, dass eine sondervertragliche Regelung betreffend unterschiedliche Ausgabebeträge – soweit überhaupt zulässig – zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen beitrüge. Der Erfolg unterscheidet sich insoweit auch in Bezug auf die Wirkungsweise von einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten.²¹⁵⁵

- 1136 Die Konversion einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte in eine vertragliche Regelung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre ist ausgeschlossen. Eine vertragliche Regelung hat einen anderen Wirkungskreis sowie eine andere Wirkungsweise und mithin einen anderen Erfolg als eine Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten.

4. Fazit

- 1137 Loyalitätsbezugsrechte begründen *keine Leistungspflicht* i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR. Die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten auferlegt dem Verwaltungsrat die Pflicht, langfristig beteiligte Aktionäre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären mit einem tieferen Ausgabebetrag im Zusammenhang mit ihrem Bezugsrecht zu begünstigen. Der günstigere Ausgabebetrag gilt für denjenigen Teil der dem Aktionär zustehenden neuen Aktien, der dem Anteil langfristiger von ihm gehaltener Aktien entspricht. Das Bezugsrecht selbst steht allen Aktionären weiterhin im gesetzlichen Umfang zu. Loyalitätsbezugsrechte führen demnach nicht zu einer rechtlichen Erschwerung der Aktionärsstellung und auch nicht – oder zumindest nicht zwingend – zu einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre zum langfristigen Aufrechterhalten ihrer Beteiligung. Selbst wenn dem so wäre, würde das wirtschaftliche Risiko des Aktionärs durch die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten nicht erhöht. Der Normzweck des Nebenleistungsverbots wird somit nicht verletzt.
- 1138 Sollte ein *Verpflichtungscharakter* trotzdem bejaht werden, hängt die aktienrechtliche Zulässigkeit von Loyalitätsbezugsrechten von der Ausgestaltung der Regelung im Einzelfall ab. Ein Verstoß gegen das Nebenleistungsverbot liegt in diesem Falle vor, wenn erstens nicht alle Aktionäre der Einführung von Loyalitätsbezugsrechten zugestimmt haben oder zweitens die Regelung die Handelbarkeit der Aktien einschränkt. Es genügt für die Rechtswidrigkeit, wenn eine dieser Voraussetzungen nicht erfüllt ist. Schränken Loyalitätsbezugsrechte die Handelbarkeit der Aktien ein, ändert die Zustimmung aller Aktionäre nichts an der Unzulässigkeit,

²¹⁵⁵ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 929.

zumal die Gewährleistung der freien Handelbarkeit im öffentlichen Interesse liegt und somit der Disposition der Aktionäre entzogen ist. Stimmen die Aktionäre der Regelung mehrheitlich, aber nicht einstimmig zu, entfaltet die Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte auch dann keine Rechtswirkung, wenn sie die Handelbarkeit der Aktien nicht einschränkt.

1139 Geht man – entgegen der hier vertretenen Auffassung – von einem Verpflichtungscharakter von Loyalitätsbezugsrechten aus, unterscheiden sich die *Rechtsfolgen* je nach Konstellation. Ist der Teilgehalt der Gewährleistung der freien Handelbarkeit verletzt, führt das zur teilweisen Nichtigkeit des Ermächtigungsbeschlusses und der Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten, weil das Nebenleistungsverbot in dieser Hinsicht zwingend ist. Die Nichtigkeit bezieht sich lediglich auf die Auflage, dass der Verwaltungsrat den Ausgabebetrag für langfristig beteiligte Aktionäre tiefer ansetzen muss. Die Teilnichtigkeit ist von Amtes wegen zu berücksichtigen, kann aber auch von jedermann in einem gerichtlichen Verfahren geltend gemacht werden. Ist dieser Teilgehalt nicht verletzt, stimmen aber nicht alle Aktionäre der Regelung zu, ist der Beschluss zur Einführung der Statutenbestimmung teilweise anfechtbar. Eine Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband erwächst in diesem Falle nach Ablauf der zweimonatigen Anfechtungsfrist in Rechtskraft.²¹⁵⁶

1140 Wird eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte erfolgreich angefochten oder für nichtig erklärt, ist auch eine *Konversion ausgeschlossen*. Eine vertragliche Vereinbarung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre mag einen ähnlichen Zweck wie ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten verfolgen. Sie hat aber einen anderen Wirkungskreis und eine andere Wirkungsweise als eine Statutenbestimmung, zumal sie nicht sämtliche gegenwärtigen und künftigen Aktionäre erfasst, sondern lediglich die zustimmenden Personen. Das Konzept kann aber nur funktionieren, wenn sämtliche Aktionäre vom Wirkungskreis erfasst sind. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die Aktionäre eine vertragliche Ersatzvereinbarung bei Kenntnis der Ungültigkeit der Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte nicht gewollt hätten.

1141 Weil Loyalitätsbezugsrechte nach dem in dieser Arbeit dargelegten Modell keinen Verpflichtungscharakter aufweisen, verstossen sie nicht gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten gemäss Art. 680 Abs. 1 OR.

²¹⁵⁶ Vgl. Art. 706a Abs. 1 OR.

C. Verbot der Ungleichbehandlung

1. Ausgestaltung des Gleichbehandlungsgebots

- 1142 Ein Generalversammlungsbeschluss zur Einführung von Loyalitätsbezugsrechten könnte in Konflikt zum *Gleichbehandlungsgebot* stehen.²¹⁵⁷ Es ist deshalb zunächst in Erinnerung zu rufen, inwieweit das Aktienrecht Abweichungen vom Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre in Bezug auf den Ausgabebetrag beim Bezugsrecht zulässt.
- 1143 Das Gleichbehandlungsgebot gewährt den Aktionären einer Gesellschaft grundsätzlich ein *Recht auf Gleichbehandlung*. Der Grundsatz der Gleichbehandlung soll verhindern, dass bei Eingriffen in die Rechtsstellung der Aktionäre, Partizipanten oder Wandel- und Optionsberechtigten Einzelinteressen verfolgt oder Sonder Vorteile zugunsten einzelner Aktionäre geschaffen werden. Er hat eine einheitliche Bedeutung, auch wenn er sich in unterschiedlichen Bestimmungen an die Generalversammlung richtet (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR) und an den Verwaltungsrat (Art. 717 Abs. 2 OR). Das ist bei Loyalitätsbezugsrechten von Bedeutung, zumal beim Ermächtigungsbeschluss betreffend ein Kapitalband die Generalversammlung involviert ist und bei der Festsetzung des Ausgabetrags der Verwaltungsrat. Das Gleichbehandlungsgebot verlangt in der Regel, mithin auch in Bezug auf das Bezugsrecht, die relative Gleichbehandlung der Aktionäre und Partizipanten.²¹⁵⁸
- 1144 Bei der Beurteilung, ob eine Ungleichbehandlung vorliegt, sind die *Auswirkungen eines Beschlusses* zu untersuchen. Unter dem Gleichbehandlungsgebot unzulässig sind somit Generalversammlungsbeschlüsse oder Handlungen des Verwaltungsrats, die eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken. Es geht mit anderen Worten um eine materielle Gleichbehandlung und nicht um eine formelle Gleichbehandlung.²¹⁵⁹
- 1145 Abweichungen vom Gleichbehandlungsgrundsatz können gerechtfertigt werden, wenn sie ein verhältnismässiges Mittel zur Verfolgung eines Zwecks sind, der im *Gesellschaftsinteresse* liegt. Es stehen demnach die Kriterien der Zweckmässigkeit und der Verhältnismässigkeit im Vordergrund.²¹⁶⁰
- 1146 Das Kriterium der *Zweckmässigkeit* erfordert zweierlei: Erstens muss die durch einen Beschluss bewirkte Ungleichbehandlung dem Endzweck der Gesellschaft

²¹⁵⁷ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²¹⁵⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 937 ff.

²¹⁵⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 948.

²¹⁶⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 951 ff.

dienen. Zweitens muss der Beschluss selbst im Interesse der Gesellschaft liegen.²¹⁶¹

Darüber hinaus muss der Beschluss dem Kriterium der *Verhältnismässigkeit* entsprechen. Der Beschluss muss ein geeignetes, erforderliches und verhältnismässiges Mittel zum Erreichen des ihm zugrunde liegenden Ziels sein. Ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, muss im Regelfall geeignet sein, im Rahmen des Gesellschaftszwecks einen Beitrag zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts zu leisten. Er muss das mildeste Mittel zum Erreichen der dem Beschluss zugrunde liegenden Zielsetzung, nicht aber zwingend unerlässlich für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses sein. Und der Beschluss muss im engeren Sinne verhältnismässig sein, d.h. ein vernünftiges Verhältnis zwischen seinem Zweck und dem Eingriff in die Rechte der betroffenen Aktionäre haben.²¹⁶² 1147

2. Loyalitätsbezugsrechte und das Gleichbehandlungsgebot

Es wird untersucht, ob ein Ermächtigungsbeschluss zur Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten das Gebot der Gleichbehandlung wahrt und somit nicht nach Massgabe von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR anfechtbar ist. In einem ersten Schritt geht es um die Frage, ob die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten überhaupt zu einer Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes führt. In einem zweiten Schritt ist zu erörtern, ob eine allfällige Ungleichbehandlung durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigt werden kann. 1148

a) *Vorliegen einer Ungleichbehandlung?*

Zunächst ist festzuhalten, dass eine Ungleichbehandlung im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht *keinen Verstoss gegen zwingendes Recht* darstellt. Der Ausgangspunkt für die Zuweisung der vermögensmässigen Rechte ist das Prinzip der Kapitalproportionalität. Das bedeutet, dass der Aktionär grundsätzlich einen Anspruch auf denjenigen Teil der neu ausgegebenen Aktien hat, der seiner bisherigen Beteiligung entspricht.²¹⁶³ Ein Ausschluss dieses Bezugsrechts ist zulässig, sofern er erstens gerechtfertigt durch ein qualifiziertes sachliches Interesse der Gesellschaft und erforderlich zum Erreichen des Ziels ist,²¹⁶⁴ zweitens den Gleich- 1149

²¹⁶¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 959.

²¹⁶² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 962 ff.

²¹⁶³ Vgl. Art. 652b Abs. 1 OR.

²¹⁶⁴ BGE 117 II 290 E. 4e, S. 300.

behandlungsgrundsatz berücksichtigt²¹⁶⁵ und drittens das Gebot der schonenden Rechtsausübung beachtet.²¹⁶⁶ Auch bei der Festsetzung des Ausgabebetrags ist der Gleichbehandlungsgrundsatz zu wahren.²¹⁶⁷ Vor dem Hintergrund, dass sowohl das Bezugsrecht als auch das Recht auf einen gleichen Ausgabebetrag nicht absolut gelten, sind sie keine zwingenden Rechte.²¹⁶⁸ Einschränkungen sind somit unter Wahrung des Gleichbehandlungsgebots zulässig.²¹⁶⁹

- 1150 Im Weiteren ist festzuhalten, dass die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten eine Ungleichbehandlung von Aktionären bewirken würde. Langfristig beteiligte Aktionäre hätten gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären einen vermögensmässigen Vorteil in der Höhe des tieferen Ausgabebetrags. Der Massstab zur Ermittlung einer Ungleichbehandlung ist im Aktienrecht die *Kapitalbeteiligung*. Loyalitätsbezugsrechte schaffen ungeachtet der Kapitalbeteiligung einen Vorteil im Zusammenhang mit der Haltedauer. Es liegt somit eine Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes vor.

b) Rechtfertigung der Ungleichbehandlung

- 1151 Die durch die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten bewirkte Ungleichbehandlung ist gerechtfertigt, wenn sie *zweckmässig* und *verhältnismässig* ist. Sie muss in Bezug auf den ihr zugrunde liegenden Zweck geeignet, erforderlich und verhältnismässig sein. Sie muss aber nicht entscheidend für den Erhalt oder die Entwicklung der Gesellschaft sein.²¹⁷⁰

aa) Zweckmässigkeit

- 1152 Das Ziel der Einführung von Loyalitätsbezugsrechten liegt im Gesellschaftsinteresse und ist somit zweckmässig.²¹⁷¹ Hinter der Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten steht die Absicht, langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern. Es soll ein in Bezug auf die Haltedauer ausgewogenes, stabiles Aktionariat geschaffen werden.²¹⁷² Die Studienlage deutet in der Tendenz auf die *Vorteile*

²¹⁶⁵ Vgl. Art. 652b Abs. 4 OR.

²¹⁶⁶ Siehe insb. BGE 121 III 219 E. 3, S. 238; BGE 117 II 290 E. 4e/aa, S. 301.

²¹⁶⁷ Art. 652b Abs. 4 OR.

²¹⁶⁸ Vgl. Art. 706b Ziff. 1 OR.

²¹⁶⁹ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²¹⁷⁰ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 951 ff.

²¹⁷¹ Zum Kriterium der Zweckmässigkeit siehe vorne Rz. 951 ff.

²¹⁷² Zudem wird damit auch eine Verbesserung der Identifizierung von und der Kommunikation mit den Aktionären angestrebt.

langfristig beteiligter Aktionäre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären hin.²¹⁷³ Es dürfte somit im Interesse einer Aktiengesellschaft liegen, eine in Bezug auf die Haltedauer ausgewogene und somit durchschnittlich längerfristig orientierte Aktionärsbasis zu schaffen.²¹⁷⁴ Diese dient insbesondere dann dem Gesellschaftszweck, wenn die Gesellschaft gemäss den Statuten die Schaffung von langfristigem, nachhaltigem Wert anstrebt.²¹⁷⁵ Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten erfüllt somit das Kriterium der Zweckmässigkeit.

Es muss darauf geachtet werden, dass Loyalitätsbezugsrechte keine Auswirkungen haben, die nicht im Interesse der Gesellschaft liegen. Neben dem Interesse der Gesellschaft an einer ausgewogenen Aktionärsbasis könnten Loyalitätsbezugsrechte zur *Passivität der Aktionäre* und somit zu einer grösseren Freiheit der Geschäftsführung beitragen. Ein finanzieller Anreiz zum Aufrechterhalten der Beteiligung verringert die Wahrscheinlichkeit, dass die Aktionäre ihre Beteiligung veräussern. Weil dadurch die Drohung eines Verkaufs weniger wirksam wird, könnte das dazu führen, dass die Leitungsorgane weniger auf die Kritik der Aktionäre reagieren.²¹⁷⁶ Das könnte wiederum zur Folge haben, dass Aktionäre ihre Kontrolle nur zurückhaltend wahrnehmen und passiv bleiben.²¹⁷⁷ Die grössere Freiheit der Leitungsorgane kann – muss aber nicht – dazu führen, dass die Interessen der Gesellschaft weniger gut gewahrt werden. Es muss deshalb bei der Einführung von Loyalitätsbezugsrechten darauf geachtet werden, dass ein wirksamer Widerspruchsmechanismus besteht.²¹⁷⁸ Zudem darf die Privilegierung in der Form des tieferen Ausgabebetrags nicht übermässig sein. Anderenfalls könnten Loyalitätsbezugsrechte die Passivität der Aktionäre fördern und das Mass der Kontrolle der Leitungsorgane reduzieren. Immerhin scheint das Risiko bei Loyalitätsbezugsrechten auf den ersten Blick weniger gross zu sein als bei der Einführung von Loyalitätsdividenden, zumal die Privilegierung auf die Dauer des Kapitalbands befristet ist.

²¹⁷³ Siehe vorne Rz. 485.

²¹⁷⁴ Siehe vorne Rz. 563.

²¹⁷⁵ Vgl. die Beispiele vorne in Fn. 1910. Es ist aber nicht erforderlich, dass die Statuten sich ausdrücklich zur langfristigen Wertschöpfung äussern, zumal der Endzweck jeder gewinnstrebigen Aktiengesellschaft das Schaffen von Mehrwert ist und das Gesellschaftsinteresse in der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts liegt (vgl. vorne Rz. 115).

²¹⁷⁶ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 552.

²¹⁷⁷ Zum niederländischen Recht vgl. DE BEURS, 14.

²¹⁷⁸ Der Umstand, dass die Aktionäre sich ins Aktienbuch eintragen lassen müssen, um vom tieferen Ausgabebetrag zu profitieren, legt die Grundlage für eine direkte Kommunikation zwischen Aktionären und Geschäftsleitung.

bb) Eignung

- 1154 Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten mit einem tieferen Ausgabebetrag ist der Theorie zufolge geeignet, die Aktionäre zum *langfristigen Aufrechterhalten ihrer Beteiligung* zu bewegen. Erstens sind finanzielle Anreize geeignet, das Verhalten der Teilnehmer am Kapitalmarkt und somit u.a. der Aktionäre zu beeinflussen. Soweit die Höhe des finanziellen Anreizes bekannt ist, können die Aktionäre den künftigen Mehrertrag ihrer Beteiligung auf absehbare Zeit finanziell bewerten. Ihre Bewertung kann in die Interessenabwägung in Bezug auf das Halten oder Verkaufen ihrer Beteiligung einfließen und diese zugunsten des Haltens beeinflussen.²¹⁷⁹ Zweitens dient die Voraussetzung der minimalen Haltedauer von mindestens zwei Jahren als Anreiz für die Aktionäre, ihre Beteiligung langfristig aufrechtzuerhalten.²¹⁸⁰ Loyalitätsbezugsrechte, die im Zusammenhang mit mindestens zwei Jahre lang gehaltenen Aktien einen tieferen Ausgabebetrag gewähren, eignen sich zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.
- 1155 Der theoretische Zusammenhang zwischen Loyalitätsbezugsrechten und langfristigen Aktionärsbeteiligungen lässt sich noch nicht mit Erfahrungen aus der Unternehmenspraxis bestätigen. Weil es sich um ein neues Konzept handelt, gibt es noch *keine empirischen oder anekdotischen Erkenntnisse*, die diesen Zusammenhang belegen. Die Erkenntnisse zu den Auswirkungen von Loyalitätsdividenden lassen aber vermuten, dass auch Loyalitätsbezugsrechte Aktionäre zu längerem Halten der Beteiligung bewegen können. Loyalitätsbezugsrechte wirken zwar nicht auf unbestimmte Zeit in die Zukunft, aber immerhin während einer mehrjährigen Dauer. Zudem vermitteln sie dem Berechtigten ebenfalls einen finanziellen Vorteil. Ohne diese Frage eingehend untersuchen zu können, kann angesichts der bisherigen Erfahrungen mit Loyalitätsdividenden in der Praxis vermutet werden, dass auch Loyalitätsbezugsrechte sich positiv auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen einer Gesellschaft auswirken können. Es besteht aber eine Wahrscheinlichkeit, dass Loyalitätsbezugsrechte angesichts der zeitlichen Befristung weniger geeignet sind zur Zielerreichung als Loyalitätsdividenden.
- 1156 Damit Loyalitätsbezugsrechte tatsächlich zu längeren Aktionärsbeteiligungen beitragen, muss die Gesellschaft einen *Schutz vor Umgehungen* vorsehen. Trifft die Gesellschaft entsprechende Vorkehrungen, kann davon ausgegangen werden, dass

²¹⁷⁹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 646.

²¹⁸⁰ Zur Begründung der minimalen Haltedauer siehe vorne Rz. 230, 319.

Loyalitätsbezugsrechte geeignet sind zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.²¹⁸¹

cc) Erforderlichkeit

Die Einführung von unmittelbaren finanziellen Anreizen für Aktionäre ist das *mildeste geeignete Mittel* und somit erforderlich zur Förderung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Eine verstärkte Kommunikation mit den Aktionären mag theoretisch dazu beitragen, dass diese künftige Erträge weniger stark abzinsen und der Druck auf die Gesellschaft zum Erzielen kurzfristiger Erträge abnimmt. In der Praxis ist es ohne finanziellen Anreiz aber schwierig, die Aktionäre tatsächlich zum langfristigen Halten der Beteiligung zu bewegen. Weitere Konzepte, die auf einer Förderung und Begünstigung mit finanziellen Anreizen basieren, wie z.B. Loyalitätsdividenden, ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht sowie Loyalitätsoptionen, können ebenfalls zur Stabilisierung des Aktionariats beitragen. Loyalitätsbezugsrechte mögen zeitlich beschränkt sein auf die Dauer des Kapitalbands und somit weniger geeignet als Loyalitätsdividenden. Sie sind aber immer noch als geeignetes mildes Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zu qualifizieren. 1157

dd) Verhältnismässigkeit im engeren Sinne

Schliesslich ist die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten nach dem dargestellten Modell ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Das Mittel und die dadurch bewirkte Ungleichbehandlung müssen in einem *vernünftigen Verhältnis* zum angestrebten Zweck der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen stehen.²¹⁸² Die Begünstigung, d.h. das Verhältnis zwischen dem ordentlichen Ausgabebetrag der neuen Aktien und dem tieferen Ausgabebetrag für langfristig beteiligte Aktionäre, muss sorgfältig bestimmt werden. Sie sollte so festgelegt werden, dass sie genügend hoch ist, um tatsächlich einen Anreiz für das langfristige Halten der Beteiligung zu setzen, und genügend tief, um nicht dem Gebot der schonenden Rechtsausübung zuwiderzulaufen. 1158

²¹⁸¹ Denkbar ist z.B. eine Umgehung mittels treuhänderischer Übertragung der Aktionärsstellung. Zur Verhinderung der Umgehung könnten Gesellschaften vor der Gewährung des tieferen Ausgabebetrags eine Bestätigung der Aktionäre betreffend die wirtschaftliche Berechtigung verlangen. Siehe hierzu vorne Rz. 728 ff.

²¹⁸² Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 971 f.

- 1159 Ein um bis zu 20% tieferer Ausgabebetrag erscheint noch verhältnismässig. In der Lehre wird gar im Zusammenhang mit einem Ausschluss des Bezugsrechts vertreten, dass die Gesellschaft je nach Umständen einen ca. 5–10% unter dem Marktwert liegenden Ausgabebetrag festlegen darf.²¹⁸³ Die Rechtsstellung der bisherigen Aktionäre wird in diesem Fall zweifach tangiert. Zum einen wird ihr Bezugsrecht ausgeschlossen. Zum anderen müssen sie angesichts des Umstands, dass die Aktien unter dem Marktwert ausgegeben werden, einen realen Kapitalverlust durch Verwässerung in Kauf nehmen. Im Zusammenhang mit Loyalitätsbezugsrechten werden die Bezugsrechte aller Aktionäre gewahrt. Das Bezugsrecht im Zusammenhang mit langfristig gehaltenen Beteiligungen kann aber zu einem tieferen Ausgabebetrag ausgeübt werden. Weil die Rechtsposition der kurzfristig beteiligten Aktionäre weniger stark tangiert ist, als wenn ihr Bezugsrecht ausgeschlossen wäre, erscheint auch ein etwas über 10% tieferer Ausgabebetrag noch verhältnismässig. Der Nationalrat ist im Rahmen der Aktienrechtsrevision wohl davon ausgegangen, dass ein *bis zu 20% tieferer Ausgabebetrag* für langfristig beteiligte Aktionäre verhältnismässig sei.²¹⁸⁴ Das gleiche Mass der Privilegierung wird analog auch für Loyalitätsdividenden als verhältnismässig erachtet. Der tiefere Ausgabebetrag sollte höchstens um einen Bruchteil des ordentlichen Ausgabebetrags tiefer sein. Läge er in der Nähe der Hälfte des ordentlichen Ausgabebetrags oder gar höher, könnte das als faktischer Ausschluss des Bezugsrechts im Zusammenhang mit kurzfristig gehaltenen Aktien qualifiziert werden.²¹⁸⁵ Aus diesen Gründen und in Analogie zur Loyalitätsdividende erscheint eine Privilegierung von 20% des ordentlichen Ausgabebetrags noch verhältnismässig.
- 1160 Sofern die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten die Verkäuflichkeit der Aktie stark beeinträchtigt – wofür keine Anhaltspunkte bestehen – müsste die Gesellschaft zusätzlich eine *Beschränkung pro Aktionär* auf einen Prozentsatz des Aktienkapitals vorsehen.

²¹⁸³ Im Zusammenhang mit der Ausgabe von Aktien an einen wohlgesinnten Investor im Rahmen eines unfreundlichen Übernahmeangebots vgl. DUBS, 47; mit rechtsvergleichenden Hinweisen GERHARD, 296; im Zusammenhang mit einem IPO STAEHELIN, Fallstricke, 160; ferner und etwas kritischer KUNZ, Kotierung, 130 («kein übermässiges <underpricing>»).

²¹⁸⁴ Vgl. Art. 652b Abs. 5 E-OR N 2020.

²¹⁸⁵ Insofern als die Ausübung des Bezugsrechts im Zusammenhang mit kurzfristig gehaltenen Aktien angesichts des höheren Ausgabebetrags derart unattraktiv wäre, dass die betroffenen Aktionäre stattdessen eine Verwässerung ihrer Beteiligung hinnähmen.

ee) Zwischenfazit

Die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten kann ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sein. Loyalitätsbezugsrechte erscheinen angesichts ihrer zeitlich befristeten Wirkung auf die Dauer des Kapitalbands weniger geeignet zur Zielerreichung als Loyalitätsdividenden. Die Modalitäten der Privilegierung müssen in einem *vernünftigen Verhältnis* zur Einschränkung des Rechts auf Gleichbehandlung der Aktionäre bei der Festlegung des Ausgabebetrags stehen. Dabei sind die Höhe der Privilegierung, die allfällige zusätzliche Beschränkung der Privilegierung pro Aktionär und die minimale Haltedauer zu berücksichtigen. 1161

Nach dem Gesagten ist die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten mit einem bis zu 20% tieferen Ausgabebetrag ab einer minimalen Haltedauer von zwei Jahren ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Ein Ermächtigungsbeschluss der Generalversammlung und ein Kapitalband, die sich an diese Eckwerte halten, mögen eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken, können aber sachlich gerechtfertigt werden. Sie dienen der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Interesse der Gesellschaft und sind somit zweckmässig.²¹⁸⁶ Loyalitätsbezugsrechte mit einem tieferen Ausgabebetrag sind, indem sie finanzielle Anreize setzen, geeignet, Aktionäre zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung zu bewegen. Sie gehören zu den mildesten unter den geeigneten Mitteln zur Zweckverfolgung. Und sie sind – sofern beschränkt auf ein vernünftiges Mass – ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. 1162

3. Rechtsfolgen eines Verstosses

a) *Anfechtbarkeit*

aa) Anfechtungsgrund

Folgt man – entgegen der hier vertretenen Meinung – der Auffassung, dass der Ermächtigungsbeschluss betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten gegen das Gleichbehandlungsgebot verstösst, ist darzulegen, welche Rechtsfolgen ein solcher Verstoss nach sich zieht.²¹⁸⁷ 1163

²¹⁸⁶ Für ein ähnliches Fazit in Bezug auf Informationsprivilegien für langfristig orientierte Grossaktionäre vgl. HOFSTETTER, Gleichbehandlung, 228 ff.

²¹⁸⁷ Das kann z.B. der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen nicht im Interesse der Gesellschaft

1164 Ein Verstoss gegen das Gebot der relativen Gleichbehandlung im Aktienrecht führt zur *Anfechtbarkeit* des Ermächtigungsbeschlusses. Das ergibt sich aus dem Wortlaut der Bestimmungen zur Anfechtungsklage.²¹⁸⁸ Eine Ungleichbehandlung durch die Festsetzung unterschiedlich hoher Ausgabebeträge ist kein Nichtigkeitsgrund.²¹⁸⁹ Erstens ist der Anspruch der Aktionäre auf einen einheitlichen Ausgabebetrag beim Bezug neuer Aktien kein zwingend gewährtes Recht.²¹⁹⁰ Aus dem Gesetz geht nicht hervor, dass die Festlegung unterschiedlich hoher Ausgabebeträge grundsätzlich unzulässig ist.²¹⁹¹ Zweitens ist das Bezugsrecht kein Kontrollrecht.²¹⁹² Und drittens missachtet die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten weder die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft noch verstösst sie gegen die Bestimmungen zum Kapitalschutz.²¹⁹³

bb) Verfahren

1165 Im Rahmen eines Anfechtungsprozesses ist die *Beweislast geteilt* je nach Tatsache. Der klagende Aktionär muss die anspruchsbegründenden Tatsachen beweisen.²¹⁹⁴ Er muss namentlich darlegen, dass der Beschluss betreffend Festsetzung unterschiedlicher Ausgabebeträge im Rahmen eines Kapitalbands eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirkt. Die beklagte Gesellschaft muss demgegenüber nachweisen, dass die Ungleichbehandlung der Aktionäre gerechtfertigt ist, mithin im Interesse der Gesellschaft liegt und verhältnismässig ist. Die Gesellschaft kann diesen Nachweis mit Hinweisen auf die ökonomische Theorie zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt, die empirischen Erkenntnisse hierzu im Allgemeinen und – per

liegt. Oder es kann der Fall sein, wenn man Loyalitätsbezugsrechte als nicht verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen erachtet.

²¹⁸⁸ Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²¹⁸⁹ Vgl. Art. 706b OR.

²¹⁹⁰ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 1 OR.

²¹⁹¹ Vgl. Art. 652b Abs. 4 OR. Indem diese Bestimmung festhält, es dürfe durch die Festsetzung des Ausgabebetrags niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden, wird deutlich, dass Ungleichbehandlungen möglich sind – sofern sie denn sachlich geboten sind.

²¹⁹² Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 2 OR. Zu entsprechenden Beispielen siehe vorne Rz. 992.

²¹⁹³ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 3 OR. Soweit das Gesetz unterschiedliche Ausgabebeträge beim Bezug neuer Aktien zulässt, können sie auch nicht gegen die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft verstossen. Auch ein Verstoss gegen die Bestimmungen zum Kapitalschutz ist nicht ersichtlich.

²¹⁹⁴ Vgl. Art. 8 ZGB.

Analogieschluss – die anekdotischen Beweise betreffend Loyalitätsdividenden im Besonderen erbringen.²¹⁹⁵ Sie muss zum einen darlegen, dass die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten durch die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen einen Beitrag zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts leistet, und zum anderen, dass Loyalitätsbezugsrechte ein geeignetes, erforderliches und verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sind. Das ist nach der hier vertretenen Auffassung der Fall, sofern der Ermächtigungsbeschluss betreffend das Kapitalband dem vorliegend dargestellten Grundmodell entspricht.²¹⁹⁶ Es ist zu empfehlen, dass der Verwaltungsrat den Aktionären mit dem Beschlussantrag betreffend das Kapitalband den mit der Einführung von Loyalitätsbezugsrechten verfolgten Zweck darlegt und die mutmasslichen Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten erläutert.²¹⁹⁷

Ein Gericht dürfte sich nur mit *Zurückhaltung* in begründete Mehrheitsbeschlüsse der Generalversammlung einmischen und diese als nicht im Gesellschaftsinteresse liegend qualifizieren.²¹⁹⁸ Die Mehrheit an der Generalversammlung hat einen weiten Ermessensspielraum zur Ausübung ihrer Macht. Mit seinem Beitritt zur Gesellschaft anerkennt der Aktionär, dass die Mehrheit innerhalb gewisser Schranken auch dann mit Bindungswirkung für alle entscheidet, wenn sie dabei ihre eigenen Interessen in den Vordergrund stellt. Ein Beschluss betreffend Loyalitätsbezugsrechte kann deshalb mittels Anfechtungsklage nicht mit dem blossen Hinweis darauf umgestossen werden, er betreffe bestimmte Minderheitsaktionäre nachteilig.

1166

²¹⁹⁵ Vgl. vorne Rz. 647. Der Analogieschluss zu den Loyalitätsdividenden ist zulässig, weil den Aktionären mit Loyalitätsbezugsrechten ebenfalls ein unmittelbarer finanzieller Vorteil eingeräumt wird.

²¹⁹⁶ Siehe vorne Rz. 1012 ff.

²¹⁹⁷ Zum einen wird daraus ersichtlich, inwieweit der Verwaltungsrat mit dem Beschlussantrag seiner Treuepflicht gem. Art. 717 Abs. 1 OR nachkommt. Zum anderen dienen die Hintergrundinformationen der Transparenz gegenüber den Aktionären und können auch in einem allfälligen Anfechtungsverfahren wieder verwendet werden.

²¹⁹⁸ STÖCKLI, 345, der dies aus der Rechtsprechung des Bundesgerichts herleitet. Zur besagten Rechtsprechung siehe BGE 102 II 265 E. 3, S. 269; BGE 100 II 384 E. 2a, S. 389; BGE 99 II 55 E. 4b, S. 62 («Mit dem Eintritt in die Gesellschaft unterwirft der Aktionär sich bewusst dem Willen der Mehrheit und anerkennt, dass diese auch dann bindend entscheidet, wenn sie nicht die bestmögliche Lösung trifft und ihre eigenen Interessen unter Umständen denjenigen der Gesellschaft und einer Minderheit vorgehen lässt [. . .]»); BGer 4C.419/2006, Urteil vom 19.04.2007, E. 3.1 und 3.3; BGer 4C.242/2001, Urteil vom 05.03.2003, E. 3.3; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 12 ff., § 25 N 60.

Dazu bedarf es der Berücksichtigung rechtsökonomischer Zusammenhänge, insbesondere zu den Auswirkungen von Loyalitätsbezugsrechten. Auch dann dürfte es in der Regel schwierig sein, einen sachlich begründeten Entscheid der Generalversammlung zur Einführung von Loyalitätsbezugsrechten ohne fundierte Kenntnis der Besonderheiten des betroffenen Unternehmens als nicht im Gesellschaftsinteresse liegend zu qualifizieren.²¹⁹⁹

- 1167 Sowohl der Ermächtigungsbeschluss betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten als auch dessen allfällig erfolgreiche Anfechtung entfalten *Wirkung gegenüber allen Aktionären*.²²⁰⁰ Der Handelsregisterführer ist ausnahmsweise verpflichtet, mit der Eintragung eines anfechtbaren Beschlusses zuzuwarten, sofern eine Einsprache gemäss Art. 162 HRegV eingelegt wurde.²²⁰¹ Wird der Ermächtigungsbeschluss betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten erfolgreich angefochten, fallen der Beschluss und das Kapitalband teilweise *ex tunc* dahin.²²⁰² Das auflösende Gestaltungsurteil wirkt für und gegen alle Aktionäre und im Übrigen gegenüber jedermann.²²⁰³
- 1168 Soweit ein Kapitalband in Bezug auf die Loyalitätsbezugsrechte als nicht mit dem Gleichbehandlungsgebot vereinbar beurteilt wird, fällt es spätestens mit der erfolgreichen Geltendmachung des Anfechtungsgrundes aufgrund des auflösenden Gestaltungsurteils teilweise *ex tunc* dahin.²²⁰⁴

b) Konversion

- 1169 Im Falle von Loyalitätsbezugsrechten ist eine *Konversion nicht möglich*. Die Umwandlung in eine vertragliche Vereinbarung ist nur möglich, wenn die vertragliche Regelung betreffend die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre eine ähnliche Zwecksetzung verfolgt und den gleichen Erfolg hat wie eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte. Das Erfordernis der ähnlichen Zwecksetzung mag erfüllt sein. Eine vertragliche Vereinbarung hätte aber nicht den gleichen und auch nicht einen ähnlichen Erfolg wie eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte. Sie würde sich in Bezug auf den Wirkungsbereich und die Wirkungsweise von einer Statutenbestimmung unterscheiden. Sie wäre deshalb nicht

²¹⁹⁹ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 996.

²²⁰⁰ Vgl. Art. 706 Abs. 5 OR.

²²⁰¹ Siehe vorne Fn. 1954.

²²⁰² Die Anfechtung erstreckt sich auf die Auflage betreffend den tieferen Ausgabebetrag für langfristig beteiligte Aktionäre.

²²⁰³ Art. 706 Abs. 5 OR. Siehe vorne Fn. 1957.

²²⁰⁴ Vgl. vorne Rz. 998.

durch den hypothetischen Willen der Aktionäre getragen. Eine Konversion ist im Falle einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte somit ausgeschlossen.²²⁰⁵

4. Fazit

Als Ergebnis kann festgehalten werden, dass die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten *keine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung* der Aktionäre bewirkt. Unterschiedliche Ausgabebeträge schaffen zwar vermögensmässige Privilegien zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre und benachteiligen zugleich die kurzfristig beteiligten Aktionäre. Das führt zu einer Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes.²²⁰⁶ Die Ungleichbehandlung kann aber sachlich gerechtfertigt werden.²²⁰⁷ 1170

Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten kann ein *verhältnismässiges Mittel* zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sein. Unter der vergleichweisen Berücksichtigung der bisherigen anekdotischen Erkenntnisse zu Loyalitätsdividenden ist die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten mit einem bis zu 20% tieferen Ausgabebetrag ab einer minimalen Haltedauer von zwei Jahren ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Ein Ermächtigungsbeschluss der Generalversammlung zur Einführung eines Kapitalbands, der sich an diese Eckwerte hält, mag eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken, kann aber sachlich gerechtfertigt werden. Loyalitätsbezugsrechte mit diesen Eckwerten dienen der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Interesse der Gesellschaft und sind somit zweckmässig. Sie sind geeignet, Aktionäre – zumindest während einer befristeten Dauer – zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung zu bewegen. Sie gehören zu den mildesten unter den geeigneten Mitteln zur Zweckverfolgung, indem sie den Aktionären finanzielle Anreize zum langfristigen Halten setzen. Und sie sind ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. 1171

²²⁰⁵ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 999 f.

²²⁰⁶ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²²⁰⁷ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1161 ff.

IV. Fazit und Ausgestaltung der Statutenbestimmung

- 1172 Die Einführung eines Kapitalbands mit Loyalitätsbezugsrechten nach dem vorliegend dargestellten Grundmodell ist zulässig. Aktiengesellschaften dürfen im Rahmen eines Kapitalbands festlegen, dass den Aktionären ein Recht auf den Bezug eines Anteils neuer Aktien zu einem bis zu 20% tieferen *Ausgabebetrag* zukommt, der ihrem Anteil langfristig gehaltener Aktien entspricht.
- 1173 Zur Einführung von Loyalitätsbezugsrechten bedarf es eines Ermächtigungsbeschlusses und einer *statutarischen Grundlage* für das Kapitalband. Ein blosser Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss würde nicht genügen, damit die Loyalitätsbezugsrechte ihr Ziel erreichen. Die Einführung von Loyalitätsbezugsrechten im Rahmen eines Kapitalbands erfordert ein qualifiziertes Quorum von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte. Die Regelung wirkt während der Dauer des Kapitalbands gegenüber allen gegenwärtigen und künftigen Aktionären. Sie ist im Weiteren massgeblich für die Gesellschaftsorgane, insbesondere für den Verwaltungsrat im Rahmen der Kapitalerhöhungsbeschlüsse.²²⁰⁸
- 1174 Loyalitätsbezugsrechte nach dem vorliegend dargestellten Modell sind *aus aktienrechtlicher Sicht zulässig*. Sie auferlegen den Aktionären keine tatsächliche oder rechtliche Pflicht, namentlich zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung, und verstossen somit nicht gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten. Loyalitätsbezugsrechte sind im Weiteren ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Weil diese Zielsetzung im Interesse der Gesellschaft liegt, kann die Ungleichbehandlung, die Loyalitätsbezugsrechte bewirken, sachlich gerechtfertigt werden.²²⁰⁹
- 1175 Der *notwendige Inhalt der Statutenbestimmung* umfasst verschiedene Elemente. Die Statutenklausel betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsbezugsrechten muss Aufschluss über die Grundzüge der Regelung geben. Die Grundzüge können in Form von Auflagen in den Ermächtigungsbeschluss und die Statuten aufgenommen werden. Sind die Voraussetzungen, das Mass der Berechtigung und der Beginn sowie das Ende der Berechtigung zu einem Loyalitätsbezugsrecht bekannt und hinreichend bestimmt, bildet die Statutenbestimmung eine genügende Grundlage für die Anwendung in der Praxis. Sie enthält dann die erforderlichen An-

²²⁰⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1065 ff.

²²⁰⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1170 f.

gaben, anhand derer die Aktionäre die Rechtmässigkeit der Statutenklausel beurteilen und gerichtlich überprüfen lassen können.²²¹⁰

Auf der Grundlage der in diesem Kapitel gewonnenen Erkenntnisse wurde ein Vorschlag für eine mögliche Statutenbestimmung zur Einführung von Loyalitätsbezugsrechten erarbeitet. Sie dient als Anregung für die Umsetzung dieses neuartigen Konzepts zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.²²¹¹ 1176

²²¹⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1012 ff.

²²¹¹ Zum Ganzen siehe hinten Anhang 2.

§ 6 Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht

Im Weiteren wird auf verschiedene Aspekte des *Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts* eingegangen. 1177

Die Untersuchung wird eingeschränkt auf das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, in dessen Rahmen für langfristig beteiligte Aktionäre *günstigere Bedingungen bei der Zeichnung von Wandel- oder Optionsanleihen* festgesetzt werden können. Das Gewähren günstigerer Anleihsbedingungen im Rahmen des Vorwegzeichnungsrechts eignet sich besser zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen als das Einräumen eines Vorzugsrechts für langfristig beteiligte Aktionäre bei der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen unter gleichzeitiger Einschränkung des Vorwegzeichnungsrechts kurzfristig beteiligter Aktionäre.²²¹² Die Festlegung günstigerer Anleihsbedingungen für langfristig beteiligte Aktionäre kann einen Beitrag zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen leisten und somit zur langfristigen Wertschöpfung eines Unternehmens beitragen – wenn auch in eingeschränktem Mass im Vergleich zu Loyalitätsdividenden. Zudem ist eine Ungleichbehandlung bei der Gewährung vermögensmässiger Privilegien eher verhältnismässig im engeren Sinne als eine Einschränkung in Bezug auf die Schutzrechte. Die Einschränkung des Vorwegzeichnungsrechts an sich wäre ein stärkerer Eingriff in die Rechte der Aktionäre und somit schwerer zu rechtfertigen. Die Untersuchung wird deshalb eingeschränkt auf das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht mit günstigeren Anleihsbedingungen. 1178

Die Untersuchung des Konzepts folgt dem gleichen Schema wie diejenige von Loyalitätsdividenden und Loyalitätsbezugsrechten. In einem ersten Schritt werden die Eckpunkte eines möglichen Grundmodells des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts umschrieben (I.). Dieses vorläufige Grundmodell wird in einem zweiten Schritt einer Prüfung unterzogen. Dabei geht es zunächst um die Klärung der materiellen Gültigkeit von Statutenklauseln betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht (II.) und danach um deren aktienrechtliche Zulässigkeit (III.). Aus den Erkenntnissen dieses Kapitels werden die Bausteine für eine Muster-Statutenklausel zum bedingten Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht hergeleitet (IV. und Anhang 3). 1179

²²¹² Zum Gesagten siehe vorne Rz. 664 ff.

I. Grundmodell

- 1180 Die Statuten einer Aktiengesellschaft könnten im Rahmen eines bedingten Kapitals zur Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen vorsehen, dass den Aktionären im Rahmen des Vorwegzeichnungsrechts insoweit *günstigere Anleihensbedingungen* gewährt werden, als sie die dem Vorwegzeichnungsrecht zugrunde liegenden Aktien langfristig halten.
- 1181 Ein solches Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist nur denkbar, wenn eine Gesellschaft *Wandel- oder Optionsanleihen an Dritte* ausgibt.²²¹³ Das Bezugsrecht muss im Rahmen der bedingten Kapitalerhöhung zwingend zugunsten dieser Dritten entzogen werden.²²¹⁴ Zum Schutz der Beteiligung wird den bisherigen Aktionären stattdessen ein Vorwegzeichnungsrecht gewährt. Dieses berechtigt die Aktionäre dazu, die auszugebenden Anlehens- oder ähnlichen Obligationen vorweg zu zeichnen.²²¹⁵ Das Vorwegzeichnungsrecht kann beim Vorliegen wichtiger Gründe entzogen werden.²²¹⁶ Ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht im Sinne der vorliegenden Untersuchung bedeutet, dass den Aktionären im Rahmen des Vorwegzeichnungsrechts insoweit günstigere Anleihensbedingungen gewährt werden, als sie die dem Vorwegzeichnungsrecht zugrunde liegenden Aktien langfristig halten. Die günstigeren Anleihensbedingungen bestehen in Form eines tieferen Ausgabebetrags für die neuen Aktien bei der späteren Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts.
- 1182 Ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist demgegenüber nicht denkbar, wenn eine Gesellschaft *Aktionärsoptionen*, d.h. Optionsrechte, die ausschliesslich den Aktionären zukommen, ausgibt. In diesem Falle sind nach neuem Recht ausdrücklich die Vorschriften über das Bezugsrecht sinngemäss anwendbar.²²¹⁷ Zumal die Optionen ohnehin allen Aktionären zur Zeichnung angeboten werden, muss den Aktionären zum Schutz ihrer Beteiligung nicht zusätzlich ein Vorwegzeichnungsrecht

²²¹³ D.h. Anlehensobligationen oder ähnliche Obligationen, mit denen Wandel- oder Optionsrechte verbunden sind (vgl. hierzu Art. 653c Abs. 2 OR).

²²¹⁴ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4 OR.

²²¹⁵ Vgl. Art. 653c Abs. 2 OR.

²²¹⁶ Art. 653c Abs. 3 OR. Nach dieser Bestimmung kann das Vorwegzeichnungsrecht bei börsenkotierten Gesellschaften auch ohne wichtigen Grund eingeschränkt werden, sofern die Obligationen zu angemessenen Bedingungen ausgegeben werden. Die Überlegung hinter dieser Erweiterung ist, dass die Aktionäre ihre Beteiligung wahren können, wenn sie Aktien am Markt zukaufen (BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 503).

²²¹⁷ Art. 653c Abs. 1 OR.

gewährt werden. Im Folgenden geht es um das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, d.h. um die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre im Rahmen der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen, die in erster Linie Dritten zukommen sollen, vorweg aber den Aktionären zur Zeichnung angeboten werden. Die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen mittels sogenannter Loyalitätsoptionen wird an anderer Stelle untersucht.²²¹⁸

Die Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts ist nur denkbar bei der Einführung von *bedingtem Kapital zu Finanzierungszwecken*. Dient das bedingte Kapital der Umsetzung eines Beteiligungsplans und werden die Optionen mithin an Mitarbeiter ausgegeben, muss das Vorwegzeichnungsrecht sachlogisch ausgeschlossen werden.²²¹⁹ In diesem Fall ist eine Privilegierung der Aktionäre durch günstigere Anlehensbedingungen ausgeschlossen. 1183

Die Statuten könnten im Beschluss zur Einführung des bedingten Kapitals – sei es innerhalb oder ausserhalb eines Kapitalbands – die *Grundzüge* des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts in formeller und materieller Hinsicht festlegen.²²²⁰ In formeller Hinsicht sollten sie die Zuständigkeiten und die erforderlichen Beschlüsse der Organe der Gesellschaft regeln (A.). In materieller Hinsicht sollten sie Bestimmungen zu den Voraussetzungen der Berechtigung, zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zur Art und zum Mass der Berechtigung enthalten (B.). 1184

A. Formelle Grundsätze

Die Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts bedarf der Einführung eines bedingten Kapitals mittels *Statutenbestimmung*. Bedingtes Kapital kann wahlweise im Rahmen eines Kapitalbands oder ausserhalb eines Kapitalbands geschaffen werden.²²²¹ Mit der Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts nach der vorliegend untersuchten Art werden die auszugebenden Wandel- oder Optionsanleihen den Aktionären vorweg unter der aufschiebenden Bedingung einer künftigen langfristigen Aktionärsbeteiligung zu günstigeren Bedingungen zur Zeichnung angeboten als Dritten. Damit eine solche Begünstigung überhaupt 1185

²²¹⁸ Siehe hinten Rz. 1342 ff.

²²¹⁹ BÖCKLI, Aktienrecht, § 2 N 146 f.

²²²⁰ Vgl. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9 OR zur Möglichkeit der Erhöhung des Aktienkapitals mit bedingtem Kapital im Rahmen eines Kapitalbands.

²²²¹ Vgl. Art. 653 ff. und 653t Abs. 1 Ziff. 9 OR.

erst möglich wird, muss mittels Statutenbestimmung ein entsprechendes bedingtes Kapital geschaffen werden, in dessen Rahmen das Vorwegzeichnungsrecht gewährt statt ausgeschlossen wird.

- 1186 Die Beschlussfassung über eine Statutenbestimmung zur Einführung eines bedingten Kapitals und über die Festsetzung der Anleihsbedingungen liegt in der *Zuständigkeit verschiedener Organe*. Die Festsetzung und Änderung der Statuten sowie die Beschlussfassung über die Einführung eines bedingten Kapitals sind unentziehbare Kompetenzen der Generalversammlung.²²²² Sofern die Statuten nicht ein höheres Quorum festlegen, fasst die Generalversammlung den Beschluss zur Einführung des bedingten Kapitals mit einer qualifizierten Mehrheit von zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.²²²³ Die Festsetzung des Ausgabebetrags für die neuen Aktien liegt hingegen nach dispositiver gesetzlicher Regelung in der Zuständigkeit des Verwaltungsrats.²²²⁴ Aus formalrechtlichen Überlegungen genügt somit ein Beschluss des Verwaltungsrats zur Festsetzung unterschiedlicher Ausgabebeträge für die Eigentümer kurzfristig gehaltener Aktien sowie Dritte einerseits und für die Eigentümer langfristig gehaltener Aktien andererseits. Die Generalversammlung kann im Rahmen des Beschlusses zur Einführung des bedingten Kapitals darauf Einfluss nehmen.²²²⁵ Aus materiellrechtlichen Überlegungen ist es aber erforderlich, dass die Generalversammlung dem Verwaltungsrat vorschreibt, dass den Eigentümern langfristig gehaltener Aktien ein um ein bestimmtes Verhältnis tieferer Ausgabebetrag gewährt wird.²²²⁶
- 1187 Es braucht somit *zweierlei Beschlüsse* zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre mittels tieferen Ausgabebetrags für neue Aktien bei der Ausübung von Wandel- oder Optionsrechten: Erstens bedarf es eines Beschlusses der Generalversammlung zur Einführung eines bedingten Kapitals sowie zum Verhältnis zwischen dem tieferen und dem gewöhnlichen Ausgabebetrag. Zweitens braucht es unabhängig davon einen Beschluss des Verwaltungsrats unter anderem zu den un-

²²²² Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 und Art. 698 Abs. 2 Ziff. 9 i.V.m. Art. 653 Abs. 1 OR.

²²²³ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 und Abs. 2 OR.

²²²⁴ Vgl. Art. 653b Abs. 1 OR *e contrario*. Nur wenn das Vorwegzeichnungsrecht aufgehoben oder beschränkt wird, schreibt das Gesetz vor, dass die Generalversammlung die Grundlagen für die Berechnung des Ausgabebetrags bestimmt (vgl. Art. 653b Abs. 2 Ziff. 2 OR).

²²²⁵ Z.B., indem sie entsprechende Einschränkungen, Auflagen oder Bedingungen darin aufnimmt.

²²²⁶ Vgl. z.B. auch Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis} E-OR N 2020.

terschiedlichen Ausgabebeträgen.²²²⁷ Es müssen anstelle eines Ausgabebetrags verschiedene Ausgabebeträge für langfristig beteiligte Aktionäre und die weiteren Berechtigten festgesetzt werden.²²²⁸ Das Verhältnis der verschiedenen Ausgabebeträge muss dem Generalversammlungsbeschluss entsprechen.

B. Materielle Grundsätze

1. Vorbemerkung

Die Statutenbestimmung sollte in materieller Hinsicht die *Grundsätze* der Berechtigung zum günstigeren Ausgabebetrag festlegen. Dazu gehören die Voraussetzungen des Anspruchs auf einen tieferen Ausgabebetrag, Angaben zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zum Umfang der Berechtigung. Der Verwaltungsrat soll in diesen Punkten kein Ermessen haben, weitere erschwerende Bedingungen vorzusehen. Die Aktionäre müssen Gewissheit über die Voraussetzungen haben, unter denen ihnen ein tieferer Ausgabebetrag für die neuen Aktien bei der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte gewährt wird. Erst mit dieser Gewissheit kann das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht als Anreiz für das langfristige Halten der Beteiligung wirken.²²²⁹ 1188

2. Persönlicher Anwendungsbereich

Der persönliche Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erstreckt sich auf *alle Aktionäre* einer Gesellschaft und mittelbar allfällige Drittgläubiger der Wandel- oder Optionsanleihen. Die Bestimmung betrifft sämtliche Personen, die zum Zeitpunkt der Ausgabe der Wandel- oder Optionsanleihen Aktionäre sind oder durch die Ausgabe zu Anleihensgläubigern werden. 1189

Entscheidet sich eine Gesellschaft mit Partizipationskapital für die Schaffung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts, muss sie den *Partizipanten* unter Vorbehalt ihrer langfristigen Beteiligung ebenfalls ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ein- 1190

²²²⁷ Art. 653u Abs. 2 und 5 OR i.V.m. Art. 650 Abs. 2 OR.

²²²⁸ Zu unterschiedlichen Ausgabepreisen im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung vgl. THOMMEN/KÖHLI MÜLLER, N 23 ff., insb. 27. Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit siehe hinten Rz. 1265 ff.

²²²⁹ Kann der Aktionär den Vorteil mangels Bestimmbarkeit nicht bewerten, hat ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht auch keinen Einfluss auf den Entschluss hinsichtlich des Haltens oder Verkaufens seiner Beteiligung.

räumen.²²³⁰ Partizipanten haben die gleichen Vermögensrechte wie Aktionäre.²²³¹ Es ist ihnen auch ein Vorwegzeichnungsrecht einzuräumen.²²³² Bei einer Gesellschaft mit Partizipationskapital muss sich das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht deshalb auch auf langfristig beteiligte Partizipanten beziehen.²²³³ Langfristig beteiligte Partizipanten müssten ihre Wandel- oder Optionsrechte auch zu einem günstigeren Betrag ausüben dürfen. Die Berechtigung könnte anhand der Einträge im Partizipationsscheinregister ermittelt werden. Soweit es im Folgenden nicht anders vermerkt ist, gilt für Partizipanten in Bezug auf das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht das Gleiche wie für Aktionäre.

- 1191 Der persönliche Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erstreckt sich nicht automatisch auf *Inhaber von Genussscheinen*. Nach einer in der Lehre vertretenen Auffassung kann Genussscheininhabern, angelehnt an Art. 653c OR, ein Vorwegzeichnungsrecht eingeräumt werden.²²³⁴ Genussscheine selbst können hingegen nicht mittels bedingter Kapitalerhöhung geschaffen werden.²²³⁵ Entscheidet sich eine Gesellschaft, die Genussscheine mit Vorwegzeichnungsrecht ausgegeben hat, für die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, richtet sich der Anspruch der Genussscheininhaber nach der Regelung in den Statuten.²²³⁶ Soweit die Genussscheine den Aktien in den Statuten hinsichtlich des Vorwegzeichnungsrechts gleichgestellt wurden, müsste sich die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht auch auf langfristig beteiligte Genussscheininhaber beziehen.²²³⁷ Das bedeutet, dass die Wandel- oder Optionsanleihen den Genussscheininhabern gleichermassen wie den Aktionären vor-

²²³⁰ Vgl. BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653c, N 6.

²²³¹ Art. 656a ff., insb. Art. 656f Abs. 1 OR.

²²³² Vgl. Art. 656a Abs. 2 OR.

²²³³ Siehe hinten Anhang 3, Ziff. 4.

²²³⁴ Vgl. ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR, N 21. Genussscheine selbst können hingegen nicht mittels bedingter Kapitalerhöhung geschaffen werden (BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653, N 5).

²²³⁵ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653, N 5.

²²³⁶ Vgl. Art. 657 OR.

²²³⁷ Zur Möglichkeit, den Genussscheininhabern, angelehnt an Art. 653c OR, ein Vorwegzeichnungsrecht zu gewähren, siehe ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR, N 21. Das bedeutet, dass die Wandel- oder Optionsrechte im Zusammenhang mit den an Genussscheininhaber ausgegebenen Obligationen zu einem tieferen Preis ausgeübt werden könnten, wenn die den Obligationen zugrunde liegenden Genussscheine während der statutarisch bestimmten Frist gehalten werden. Die Gesellschaft müsste in diesem Fall einen Weg zur Nachvollziehbarkeit der Inhaberschaft finden, z.B. in Form eines Verzeichnisses.

weg zur Zeichnung angeboten würden. Ob allerdings die Förderung und Begünstigung langfristigen Haltens von Genussscheinen im Interesse der Gesellschaft liegt und somit dem Sachlichkeitsgebot entspricht, ist unklar.²²³⁸

3. Minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung

Es bietet sich an, analog den Vorschlägen im Zusammenhang mit der Loyalitätsdividende und dem Loyalitätsbezugsrecht Aktionären ab einer *mindestens zweijährigen Haltedauer* einen günstigeren Optionspreis einzuräumen. Der Zweck des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts ist die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Als langfristig gelten Aktionärsbeteiligungen ab zwei Jahren.²²³⁹ Deshalb sollten die Aktionäre Anspruch auf einen tieferen Wandel- oder Optionspreis haben, wenn sie die den Wandel- oder Optionsanleihen zugrunde liegenden Aktien nach Zeichnung der Anleihen ununterbrochen während mindestens zweier Jahre gehalten haben. 1192

4. Nachweis der Berechtigung

Die Statutenbestimmung betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht sollte auch Bestimmungen zum Nachweis der Berechtigung enthalten. 1193

a) *Eintrag im Aktienbuch*

aa) *Namenaktien*

Bei *Namenaktien* kann zur Ermittlung der zweijährigen Dauer der Aktionärsbeteiligung wiederum auf den Eintrag im Aktienbuch abgestellt werden.²²⁴⁰ Ein tieferer Ausgabebetrag für die neuen Aktien bei der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte würde den Aktionären anteilmässig auf demjenigen Teil neu ausgegebener Aktien gewährt, der dem Anteil langfristig gehaltener Aktien ihrer bisherigen Beteiligung entspricht. Als langfristig gehalten gelten diejenigen Aktien, deren Eigentümer zum Zeitpunkt der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte seit mindes- 1194

²²³⁸ Es wird deshalb in der Muster-Statutenbestimmung auf den Einbezug von Genussscheininhabern verzichtet (vgl. hinten Anhang 3). Wollte eine Gesellschaft mit Genussscheinen ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht einführen, bestünde ein zusätzlicher Regelungsbedarf.

²²³⁹ Siehe vorne Rz. 319 und 623.

²²⁴⁰ Vgl. vorne Rz. 724 und 1023.

tens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen ist. Hat eine Gesellschaft Partizipationsscheine ausgegeben, müsste sie auch deren Eigentümer in einem Verzeichnis registrieren, um die Berechtigung der Partizipanten ermitteln und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewähren zu können.²²⁴¹ Entsprechendes gilt für Genussscheininhaber, sofern Genussscheine den Aktien in Bezug auf das Vorwegzeichnungsrecht und in Bezug auf die Wandel- oder Optionsbedingungen in den Statuten gleichgestellt wurden. Im Falle eines Wechsels des Eigentümers ginge das Privileg grundsätzlich unter.²²⁴²

- 1195 Bei Gesellschaften mit einer *Vinkulierungsbestimmung* in den Statuten ist die Eintragung ins Aktienbuch abhängig von der Anerkennung des Aktionärs durch den Verwaltungsrat. Je nachdem, ob die Beteiligungspapiere der Gesellschaft an der Börse kotiert sind oder nicht, hat die Ablehnung des Aktionärs eine andere Wirkung auf die Geltendmachung des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts. Dem Erwerber börsenkotierter Namenaktien muss das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht auch dann gewährt werden, wenn er von der Gesellschaft noch nicht anerkannt wurde. Diesfalls kann er zwar sein Stimmrecht und andere mit dem Stimmrecht zusammenhängende Rechte nicht geltend machen, aber alle übrigen Aktionärsrechte, insbesondere das (Loyalitäts-)Vorwegzeichnungsrecht.²²⁴³ Dem Erwerber nicht börsenkotierter vinkulierter Namenaktien muss das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht vor dem Erteilen der Zustimmung der Gesellschaft grundsätzlich nicht gewährt werden. Vor dem Erteilen der Zustimmung verbleiben das Eigentum an den Aktien und alle damit zusammenhängenden Rechte beim Veräusserer.²²⁴⁴ Wurden die Wandel- oder Optionsanleihen in diesem Zeitpunkt bereits ausgegeben, kann sich der Aktionär nicht an der bedingten Kapitalerhöhung beteiligen. Werden die nicht börsenkotierten vinkulierten Namenaktien durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung übertragen, gehen das Eigentum und die Vermögensrechte, einschliesslich des (Loyalitäts-)Vorwegzeichnungsrechts, ausnahmsweise sogleich auf den Erwerber über.²²⁴⁵

²²⁴¹ Zur vermögensrechtlichen Gleichstellung von Partizipationsscheinen mit Aktien siehe vorne Rz. 81.

²²⁴² Im Einzelnen hierzu hinten Rz. 1198 ff.

²²⁴³ Vgl. Art. 685f Abs. 1 und 2 OR.

²²⁴⁴ Vgl. Art. 685c Abs. 1 OR.

²²⁴⁵ Vgl. Art. 685c Abs. 2 OR.

bb) Inhaberaktien

Eine Gesellschaft mit Inhaberaktien sollte von der Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht absehen, zumal der Nachweis der Berechtigung nicht ohne Weiteres möglich ist.²²⁴⁶ Der Nachweis der Berechtigung wäre bei Gesellschaften mit Inhaberaktien allenfalls möglich, sofern die Gesellschaft auf statutarischer Grundlage ein *Verzeichnis der Inhaberaktionäre* führt. Dazu müsste die Gesellschaft in einem ersten Schritt alle Inhaberaktionäre identifizieren und in einem zweiten Schritt dazu verpflichten, den Erwerb und die Veräußerung von Aktien zu melden.²²⁴⁷ Es besteht aber auch bei einer Meldepflicht keine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben im Register. Aufgrund der fraglichen Zulässigkeit einer Meldepflicht und weil im Falle der Zulässigkeit keine Sicherheit für die Richtigkeit der Meldungen besteht, sollte eine Gesellschaft mit Inhaberaktien von der Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht absehen.²²⁴⁸ 1196

b) *Zusätzliche Erklärung des Aktionärs betreffend wirtschaftliche Berechtigung*

Um das *Risiko vor Umgehungen* des Regelungszwecks des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts – die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen – zu reduzieren, könnte die Gesellschaft bei der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte von den Aktionären eine Erklärung betreffend die wirtschaftliche Berechtigung der den Wandel- oder Optionsanleihen zugrunde liegenden Aktien verlangen. Es könnte im Beschluss zur Einführung des bedingten Kapitals festgeschrieben werden, dass der günstigere Ausgabebetrag für die neuen Aktien nur gewährt wird, wenn die den Wandel- oder Optionsanleihen zugrunde liegenden Aktien nach Ausgabe der Anleihen während zweier Jahre ununterbrochen von derselben wirtschaftlich berechtigten Person gehalten wurden. Ist der Aktionär mit Wandel- oder Optionsrecht selbst die wirtschaftlich berechtigte Person, gilt der Nachweis als erbracht, wenn er erklärt, dass er die Aktien während zweier Jahre ununterbrochen in eigenem Namen und auf eigene Rechnung gehalten hat. Ist der eingetragene Aktionär nicht die wirtschaftlich berechtigte Person, gilt die Erklärung als erbracht, wenn die massgebliche Haltedauer bei derjenigen natürlichen Person, für die er letztlich handelt, erfüllt ist. Eine sol-

²²⁴⁶ Vgl. vorne Rz. 726 f. und 1025.

²²⁴⁷ Zur Meldepflicht und zur fraglichen Zulässigkeit einer solchen Pflicht vgl. vorne Rz. 727.

²²⁴⁸ Zum vergleichbaren Problem bei Loyalitätsdividenden siehe vorne Rz. 727.

che Regel böte zwar keinen absoluten Schutz vor Umgehungen. Sie kann aber immerhin dazu beitragen, dass weniger Aktionäre versuchen, über eine Umgehungskonstruktion günstigere Bedingungen bei der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte zu erhalten.²²⁴⁹

c) Berechtigung in besonderen Konstellationen

aa) Teilweiser Verkauf der Beteiligung

1198 Es ist darauf zu achten, dass besonderen Konstellationen in Bezug auf die Beteiligung gegebenenfalls mit entsprechenden *statutarischen oder anderweitigen Regelungen* Rechnung getragen wird.²²⁵⁰

1199 Verkauft ein Aktionär einen Teil seiner Beteiligung, besteht die Vermutung, dass er die am wenigsten lang gehaltenen Aktien überträgt.²²⁵¹

bb) Übertragung durch Güter- oder Erbrecht

1200 Die Gesellschaften können mittels Regelung in den Anleihsbedingungen vorsehen, dass die Übertragung von Aktien mittels *Güter- oder Erbrecht* die für einen günstigeren Ausgabebetrag massgebliche Haltefrist nicht unterbricht.²²⁵² Das würde bedeuten, dass sich ein Erbe des berechtigten Aktionärs je nach Anleihsbedingungen die Haltefrist des Erblassers anrechnen lassen kann bei der Beurteilung der Berechtigung zu einem günstigeren Wandel- oder Optionspreis, soweit die Wandel- oder Optionsrechte zusammen mit den ihnen zugrunde liegenden Aktien an den Erben übergegangen sind.

cc) Umstrukturierungen

1201 Die Rechtsstellung der Inhaber von Wandel- oder Optionsrechten im Zusammenhang mit *Umstrukturierungen* – sei es mittels Fusion oder Spaltung – ist nicht ausdrücklich im Gesetz geregelt. Die Inhaber von Wandel- oder Optionsrechten sind keine Gesellschafter im Sinne des Fusionsgesetzes.²²⁵³ Sie sind in Bezug auf die Optionsrechte nicht durch den fusionsrechtlichen Grundsatz der Kontinuität der Mitgliedschaft geschützt, sondern als (Anleihs-)Gläubiger in erster Linie durch

²²⁴⁹ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 728 ff.

²²⁵⁰ Anderweitige Regelungen sind z.B. die Anleihsbedingungen.

²²⁵¹ Zum Prinzip *Last In, First Out* vgl. vorne Rz. 737.

²²⁵² Vgl. vorne Rz. 738 ff.

²²⁵³ Vgl. Art. 2 lit. f FusG.

finanzielle Ansprüche.²²⁵⁴ Die langfristig beteiligten Aktionäre mit Wandel- oder Optionsrechten haben somit keinen Anspruch auf Wahrung ihres Wandel- oder Optionsrechts zu einem günstigeren Preis, der ihnen mittels Anleihsbedingungen im Rahmen des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts gewährt wurde. Ihre Ansprüche im Falle einer Umstrukturierung könnten in den Anleihsbedingungen festgelegt werden. Es kommt ihnen in Bezug auf die Optionsrechte der Schutz der jeweils anwendbaren Gläubigerschutzbestimmungen zu.²²⁵⁵ Zudem haben sie aufgrund der aktienrechtlichen Schutzbestimmungen Anspruch auf einen angemessenen Ausgleich, soweit ihre Rechte durch die Umstrukturierung beeinträchtigt werden.²²⁵⁶

dd) Gemeinschaftliches Eigentum

Bei Aktien im gemeinschaftlichen Eigentum kommt das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht den Mit- oder Gesamteigentümern zu. Die zur Berechnung der Begünstigung massgebliche Haltefrist wird bei der Begründung oder Auflösung des gemeinschaftlichen Eigentums unterbrochen.²²⁵⁷ Der neue Eigentümer oder die neuen Eigentümer hätten in diesem Falle keinen Anspruch auf Gewährung eines tieferen Optionspreises. 1202

ee) Nutzniessung und Pfandrecht

Die Errichtung und die Aufhebung einer Nutzniessung haben keinen Einfluss auf das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und das Recht langfristig beteiligter Aktionäre auf einen tieferen Ausgabebetrag für die neuen Aktien. Der Nutzniesser einer Aktie hat kein Recht auf das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. Die Rechte des Nutzniessers beschränken sich auf den Vermögensertrag. Der Nutzniesser hat kein Recht auf die Substanz der Aktie.²²⁵⁸ Dementsprechend kommt das Vorwegzeichnungsrecht im Zusammenhang mit einer Aktie, die der Nutzniessung untersteht, dem Eigentümer und nicht dem Nutzniesser zu.²²⁵⁹ Und die mittels Ausübung des Vorwegzeichnungsrechts erworbenen Wandel- oder Optionsrechte sowie die neuen 1203

²²⁵⁴ VON DER CRONE et al., 305, 586 m.w.H.

²²⁵⁵ Vgl. Art. 25 f., 45 ff. FusG; GLANZMANN, Fusionsgesetz, 140; VON DER CRONE et al., N 305.

²²⁵⁶ Vgl. Art. 653d Abs. 2 OR; SHK FusG-GLANZMANN, Art. 7, N 7.

²²⁵⁷ Vgl. vorne Rz. 746.

²²⁵⁸ Siehe vorne Rz. 748.

²²⁵⁹ Vgl. auch den Wortlaut von Art. 653c Abs. 2 OR.

Aktien unterstehen nicht der Nutzniessung.²²⁶⁰ Das Recht auf einen tieferen Ausgabebetrag für die neuen Aktien kommt somit ebenfalls dem Eigentümer der Aktien und nicht dem Nutzniesser zu.

- 1204 Die Errichtung und die Aufhebung eines *Pfandrechts* haben auch keinen Einfluss auf das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. Die Ausübung des Vorwegzeichnungsrechts ist Sache des Verpfänders und nicht des Pfandgläubigers. Werden die verpfändeten Aktien verwertet, werden alle zur Aktie zugehörigen Rechte erfasst, sofern sie nicht bereits geltend gemacht wurden und eine entsprechende Vereinbarung besteht.²²⁶¹ Durch die Verwertung der Aktien wird die für das Recht auf den Ausgabebetrag massgebliche Haltedauer aber unterbrochen. Die blossе Errichtung oder Aufhebung eines Pfandrechts hat aber keinen Einfluss auf das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht oder das Recht auf den günstigeren Ausgabebetrag für die neuen Aktien bei der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte.

5. Abhängigkeit vom Vorwegzeichnungsrecht

- 1205 Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist akzessorisch zum Vorwegzeichnungsrecht. Es ist abhängig davon, dass dem Aktionär auch tatsächlich ein Vorwegzeichnungsrecht zukommt.²²⁶² Der durch das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht vermittelte finanzielle Vorteil bei der Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts ist sachlogisch mit der Gewährung des Vorwegzeichnungsrechts verknüpft. Die Einführung einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ändert lediglich, dass die nach Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte zu beziehenden neuen Aktien nicht zu einem einheitlichen Ausgabebetrag, sondern unter bestimmten Voraussetzungen zu unterschiedlichen Ausgabebeträgen ausgegeben werden.

²²⁶⁰ Zur Lehre und Rechtsprechung betreffend Nutzniessung und Bezugsrecht vgl. vorne Rz. 1034 ff. Die Erkenntnisse im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht lassen sich m.E. auf das Vorwegzeichnungsrecht übertragen, zumal es beim Vorwegzeichnungsrecht um denselben Schutzzweck – den Schutz vor Verwässerung – geht.

²²⁶¹ Zum Gesagten vgl. VON STEIGER, Fragen, 383.

²²⁶² Zum Begriff der Akzessorietät siehe vorne Fn. 1469. Ein Aktionär kann z.B. gar nicht erst von einem tieferen Ausgabebetrag profitieren, wenn sein Vorwegzeichnungsrecht aus einem wichtigen Grund aufgehoben worden ist.

6. Entstehung und Untergang der Berechtigung

Die Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht sollte auch darüber Auskunft geben, unter welchen Voraussetzungen der Anspruch der Wandel- oder Optionsberechtigten auf einen günstigeren Ausgabebetrag entsteht und wann er untergeht. 1206

Das Recht auf einen günstigeren Ausgabebetrag für die neuen Aktien bei der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte sollte frühestens nach Abschluss von *zwei Jahren* nach der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen entstehen. Es sollte zudem anteilmässig aufschiebend bedingt sein durch das Aufrechterhalten der den Anleihen zugrunde liegenden Aktionärsbeteiligung während derselben Dauer. Eine kürzere Frist wäre nicht geeignet, langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern.²²⁶³ 1207

Zur *Vermeidung einer Rückwirkung* sollte die Aktionärsbeteiligung vor der Ausgabe der Wandel- oder Optionsanleihen nicht angerechnet werden. Die Aktionäre hätten anderenfalls nicht alle die gleichen Voraussetzungen zur Geltendmachung der Privilegierung. Das bedeutet zugleich, dass die tatsächliche Haltedauer bis zur Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte mindestens zwei Jahre betragen muss. Das muss beim Festlegen der Anleihensbedingungen berücksichtigt werden. 1208

Die Berechtigung zu einem günstigeren Ausgabebetrag für die neuen Aktien geht unter im Falle einer *Übertragung der Aktien*, aufgrund derer das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewährt wurde. Diesfalls wird in der Regel ein neuer Aktionär im Aktienbuch eingetragen. Weil die Berechtigung aus Gründen der Nachvollziehbarkeit an den Eintrag im Aktienbuch geknüpft ist, geht die mit der Aktie zusammenhängende Privilegierung im Falle einer Übertragung unter. Das Wandel- oder Optionsrecht kann in diesem Fall nach wie vor ausgeübt werden. Der Wandel- oder Optionsberechtigte kann aber nicht mehr oder nur im Umfang der weiterhin gehaltenen Beteiligung von einem tieferen Ausgabebetrag profitieren. 1209

7. Art der Privilegierung

Auf der Grundlage einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht wird langfristig beteiligten Aktionären ein im Vergleich zu kurzfristig beteiligten Aktionären und weiteren Anleihensgläubigern *tieferer Ausgabebetrag* gewährt. Der berechtigte Aktionär muss aufgrund seiner langfristigen Beteiligung bei der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte weni-

²²⁶³ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 319 und 623.

ger finanzielle Mittel für den Bezug einer bestimmten Anzahl Aktien aufbringen als nicht berechnigte Aktionäre oder Dritte. Dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht kommt dadurch ein wirtschaftlicher Wert zu.²²⁶⁴ Um von dieser Privilegierung profitieren zu können, muss der berechnigte Aktionär aber gleichwohl Mittel investieren. Die Art der Privilegierung im Zusammenhang mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht unterscheidet sich insofern von der Art der Privilegierung bei Loyalitätsdividenden.²²⁶⁵

- 1211 Eine Privilegierung im Zusammenhang mit dem Vorwegzeichnungsrecht könnte auch in *anderer Form* erreicht werden. Es wäre z.B. denkbar, den langfristig beteiligten Aktionären gesamthaft ein Vorzugsrecht auf einen bestimmten Anteil neu auszugebender Aktien einzuräumen unter gleichzeitiger Aufhebung des Vorwegzeichnungsrechts kurzfristig beteiligter Aktionäre auf diesen Anteil.²²⁶⁶ Diesfalls würden die bisherigen langfristigen Haltedauern belohnt statt die langfristigen Aktionärsbeteiligungen in der Zukunft gefördert. Nach den bisherigen Erkenntnissen ist eine solche retrospektive Art der Belohnung gegenüber einem unmittelbaren finanziellen und in die Zukunft wirkenden Anreiz – z.B. in Form eines tieferen Ausgabebetrags – weniger geeignet zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Die Untersuchung des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts ist deshalb eingeschränkt auf die Gewährung eines günstigeren Ausgabebetrags.

8. Mass der Privilegierung

- 1212 Die Privilegierung der langfristig beteiligten Aktionäre besteht in einem prozentmässig bestimmten tieferen Ausgabebetrag. Der Umstand und das Mass der Privilegierung sollten aus Gründen der *Wirksamkeit* im Beschluss zum bedingten Kapital enthalten sein.²²⁶⁷ Nur wenn die Aktionäre wissen, wie hoch sie in Bezug auf den Ausgabebetrag prozentmässig privilegiert werden, wenn sie ihre bisherigen Aktien langfristig halten, kann die Privilegierung als Anreiz für das Aufrechterhalten

²²⁶⁴ Vgl. WIDMER, Vorwegzeichnungsrecht, 38 f., und LADNER, 61, 154, gemäss denen dem Vorwegzeichnungsrecht ein wirtschaftlicher Wert zukommt, wenn der Ausübungspreis des Wandel- oder Optionsrechts unter dem Marktwert der Aktien liegt.

²²⁶⁵ Bei Loyalitätsdividenden werden langfristig beteiligte Aktionäre ohne Investition weiterer Mittel finanziell privilegiert, indem ihnen auf langfristig gehaltene Aktien eine höhere Dividende ausgerichtet wird.

²²⁶⁶ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis} i.V.m. Art. 652b^{bis} Abs. 1, Art. 653c Abs. 1 E-OR N 2020.

²²⁶⁷ Auch wenn der Verwaltungsrat nach dispositiver gesetzlicher Regelung für die Festsetzung des Optionspreises zuständig ist und dieser nicht im Beschluss zum bedingten Kapital enthalten sein muss – sofern das Vorwegzeichnungsrecht gewahrt wird.

ten der Beteiligung wirken.²²⁶⁸ Die Festsetzung einer verhältnismässigen Privilegierung ist anspruchsvoll. Es bietet sich an, das Verhältnis zwischen dem ordentlichen und dem tieferen Ausgabebetrag für die neuen Aktien prozentmässig festzulegen. Eine solche Begrenzung gibt dem Verwaltungsrat einen Rahmen für die Festsetzung des Preises vor und verhindert, dass langfristig beteiligte Aktionäre im Vergleich zu kurzfristig beteiligten Aktionären unverhältnismässig stark bevorzugt werden. Der Ausgabebetrag im Zusammenhang mit dem Anteil langfristig gehaltener Aktien wäre somit immer relativ zum ordentlichen Ausgabebetrag für die neuen Aktien. Eine Festlegung in absoluten Zahlen ist nicht ratsam, weil die Angemessenheit des Ausgabebetrags je nach wirtschaftlicher Entwicklung variiert. Der Verwaltungsrat muss flexibel bleiben können bei der Festsetzung des Ausgabebetrags. Es könnte ansonsten sein, dass die Privilegierung unverhältnismässig hoch oder tief ist.²²⁶⁹

Die Privilegierung der langfristig beteiligten Aktionäre im Zusammenhang mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht muss verhältnismässig sein. Es ist schwierig, eine angemessene Beschränkung festzulegen. Es wäre denkbar, das Mass der Privilegierung in den Anleihebedingungen so festzulegen, dass es stufenweise grösser wird, je länger die Aktien, aufgrund derer das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewährt wurde, gehalten werden.²²⁷⁰ Damit die Regelung einfach umzusetzen sowie klar und mithin wirksam ist, ist es zu empfehlen, den tieferen Ausgabebetrag mit einem festen Prozentsatz zu bestimmen. Ein Ansatzpunkt ist die im Rahmen der Aktienrechtsrevision vorgebrachte Privilegierung durch einen *bis zu 20% tieferen Ausgabebetrag* für langfristig beteiligte Aktionäre.²²⁷¹ Weil es bislang keine vergleichbaren Konzepte in der Praxis gibt, ist es schwierig, eine geeignete und zugleich verhältnismässige Privilegierung zu bestimmen. Es erscheint deshalb angemessen, sich beim Verhältnis der Privilegierung am Konzept der Loyalitätsdividende zu orientieren.²²⁷² 1213

Veräussert der Aktionär einen Teil der den Wandel- oder Optionsanleihen zugrunde liegenden Aktien, sollte er nur einen *anteilmässigen Anspruch* auf Zeichnung neuer Aktien zu einem tieferen Ausgabebetrag haben. Der tiefere Ausgabebetrag 1214

²²⁶⁸ Vgl. vorne Rz. 659.

²²⁶⁹ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 760 und 1046.

²²⁷⁰ Z.B. ein um 10% tieferer Optionspreis, soweit die Aktien, aufgrund derer das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewährt wurde, zwei Jahre lang gehalten werden, ein um 20% tieferer Optionspreis, soweit die Aktien, aufgrund derer das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewährt wurde, drei Jahre lang gehalten werden.

²²⁷¹ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis} i.V.m. Art. 652b Abs. 5 E-OR N 2020.

²²⁷² Vgl. vorne Rz. 761.

würde denjenigen Teil der dem Aktionär zustehenden neu ausgegebenen Aktien betreffen, der seinem bisherigen langfristig gehaltenen Aktienanteil entspricht.²²⁷³ Könnte der Aktionär sämtliche ihm zustehenden Aktien zu einem tieferen Ausgabebetrag zeichnen, obwohl er nur einen Teil seiner Beteiligung langfristig gehalten hat, könnte der Regelungszweck umgangen werden. Der langfristig beteiligte Aktionär sollte deshalb lediglich im Zusammenhang mit demjenigen Teil der neu ausgegebenen Aktien privilegiert werden, der dem langfristig gehaltenen Teil der den Wandel- oder Optionsanleihen zugrunde liegenden Aktien entspricht.

II. Materielle Gültigkeit

- 1215 Nachdem die Grundzüge eines möglichen Modells zur Umsetzung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht im schweizerischen Recht umschrieben wurden, wird in einem nächsten Schritt die materielle Gültigkeit einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht geprüft. Die materielle Gültigkeit beurteilt sich nach dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht (A.). Sie betrifft im Wesentlichen die Frage des Zustandekommens (B.) sowie des Geltungsbereichs der Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht in subjektiver Hinsicht (C.), objektiver Hinsicht (D.) und zeitlicher Hinsicht (E.).

A. Anwendbares Recht

- 1216 Es geht um das anwendbare Recht in Bezug auf das Zustandekommen, den Geltungsbereich und die Zulässigkeit einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht in den *Statuten schweizerischer Aktiengesellschaften*. Das auf die Gesellschaft anwendbare Recht erstreckt sich namentlich auf die Beziehungen zwischen der Gesellschaft und ihren Mitgliedern.²²⁷⁴ Die Mitgliedschaftsrechte und somit auch das Vorwegzeichnungsrecht gehören zu den internen Beziehungen.²²⁷⁵ Bei Statutenklauseln betreffend ein be-

²²⁷³ Hält ein Aktionär z.B. die Hälfte seiner Aktien seit mehr als zwei Jahren, die andere Hälfte jedoch erst kürzer, ist er lediglich im Zusammenhang mit 50% seiner Optionsrechte zur Ausübung zu einem tieferen Preis berechtigt. Die andere Hälfte der ihm zustehenden Optionsrechte müsste er zum gewöhnlichen Preis ausüben.

²²⁷⁴ Art. 154 Abs. 1 i.V.m. Art. 155 lit. f IPRG.

²²⁷⁵ CR LDIP-GUILLAUME, Art. 155, N 23; vgl. ZK-VISCHER/WEIBEL, Art. 155 IPRG, N 24.

dingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht geht es um die Modalitäten des Wandel- oder Optionsrechts. Die Gültigkeit solcher Klauseln und die Voraussetzungen der Anfechtung eines entsprechenden Generalversammlungsbeschlusses unterstehen somit dem Recht des Staates, nach dessen Vorschriften die Gesellschaft organisiert ist. Im Falle der Einführung bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht in den Statuten schweizerischer Aktiengesellschaften ist schweizerisches Recht anwendbar. Eine Rechtswahl ist konzeptionell ausgeschlossen.²²⁷⁶

B. Zustandekommen einer Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht

1. Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht als möglicher Statuteninhalt

Zunächst muss untersucht werden, ob ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht überhaupt als *zulässiger Statuteninhalt* infrage kommt. Diese Frage muss anhand des Zwecks der Statuten ermittelt werden. 1217

a) Gesetzliche Schranken

Das Gesetz enthält einige formelle und materielle *Anforderungen an den Statuteninhalt*. In materieller Hinsicht sind namentlich die Grundstruktur der Aktiengesellschaft, der Eigenkapitalschutz, die unentziehbaren Aktionärsrechte und der Minoritätenschutz sowie das Rechnungslegungs- und Revisionsrecht zu beachten.²²⁷⁷ 1218

b) Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht als Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses

Es lassen sich aus den gesetzlichen Vorgaben kaum positive Erkenntnisse zum potenziellen Inhalt der Statuten herleiten. Es muss deshalb aus dem Zweck der Statuten – die *Regelung aller körperschaftlichen Rechtsverhältnisse* – hergeleitet werden, inwieweit das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ein möglicher Regelungsgegenstand von Statuten sein kann. 1219

²²⁷⁶ Vgl. vorne Rz. 766 ff.

²²⁷⁷ Siehe vorne Rz. 772.

- 1220 Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist ein *Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses*. In subjektiver Hinsicht sind alle Personen von der Regelung betroffen, die zum Zeitpunkt der Ausgabe der Wandel- oder Optionsanleihen Aktionäre sind. In objektiver Hinsicht handelt es sich beim Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht um eine gesellschaftsrechtliche Angelegenheit, zumal es dabei um das körperschaftliche Vorwegzeichnungsrecht und somit um eine Gestaltung der körperschaftlichen Mitgliedschaftsverhältnisse aller Aktionäre geht.

2. Erforderlichkeit einer statutarischen Grundlage

- 1221 Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht muss im Rahmen einer Statutenbestimmung festgehalten werden. Die Notwendigkeit einer Statutenbestimmung ergibt sich aus den gesetzlichen Bestimmungen zum bedingten Kapital. Gibt eine Gesellschaft Wandel- oder Optionsanleihen aus, müssen die Grundzüge der bedingten Kapitalerhöhung in die Statuten aufgenommen werden.²²⁷⁸ Eine statutarische Grundlage ist deshalb bereits aus formellen Gründen erforderlich.
- 1222 Eine statutarische Grundlage ist aber auch zur Gewährleistung der *Wirksamkeit* des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts erforderlich. Damit das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht die gewünschte Wirkung erzielt, müssen die Statuten die Grundsätze der Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre, d.h. den tieferen Ausgabebetrag für die neuen Aktien, enthalten. Es dürfte genügen, wenn der Generalversammlungsbeschluss das Verhältnis zwischen dem tieferen Ausgabebetrag für langfristig beteiligte Aktionäre und dem gewöhnlichen Ausgabebetrag, das der Verwaltungsrat bei der Festsetzung der Anleihsbedingungen zu beachten hat, in bestimmbarer Weise umschreibt.²²⁷⁹ Die Generalversammlung kann auf diese Weise festlegen, dass den Aktionären ein Recht auf einen tieferen Ausgabebetrag zukommt, sofern sie die Aktien, aufgrund derer das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewährt wurde, langfristig halten. Legt die Generalversammlung diese Grundsätze nicht fest, ist der Verwaltungsrat bei der Festsetzung der Anleihsbedingungen nicht gebunden, langfristig beteiligten Aktionären einen tieferen Ausgabebetrag zu gewähren. Ein blosser Generalversammlungs- oder Verwaltungs-

²²⁷⁸ Vgl. Art. 653b OR.

²²⁷⁹ Es muss den Aktionären klar sein, unter welchen Voraussetzungen und in welchem Mass sie ungleich behandelt werden könnten. Diese Angaben sollen es ihnen ermöglichen, sich bewusst für oder gegen das Aufrechterhalten ihrer Beteiligung zu entscheiden.

ratsbeschluss würde demnach nicht genügen, um langfristig beteiligte Aktionäre im Zusammenhang mit der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen zu bevorzugen. Dazu bedarf es einer ausdrücklichen Erwähnung in den Statuten im Zusammenhang mit dem bedingten Kapital.

3. Erforderlichkeit einer separaten Aktienkategorie

a) *Ausgangslage*

Das Gesetz äussert sich nicht ausdrücklich zur Möglichkeit, den Aktionären innerhalb einer Aktienkategorie im Rahmen des Vorwegzeichnungsrechts *unterschiedliche Ausgabebeträge* zu gewähren.²²⁸⁰ Der notwendige Inhalt einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital besteht aus dem Nennbetrag der Kapitalerhöhung, der Anzahl, dem Nennwert und der Art der Aktien und dem Kreis der Wandel- oder Optionsberechtigten.²²⁸¹ Der Verwaltungsrat legt sodann in den Anleihebedingungen den Ausgabebetrag fest. Soweit das Vorwegzeichnungsrecht entzogen wurde, muss er sich an die Grundlagen zum Ausgabebetrag in den Statuten halten.²²⁸² Es ist aber unklar, ob er in den Anleihebedingungen unterschiedliche Ausgabebeträge festlegen darf. Es bietet sich deshalb an, diese Frage mittels Auslegung zu erörtern. 1223

b) *Grammatikalische Auslegung*

Eine wörtliche Auslegung des Gesetzes lässt eher vermuten, dass – zumindest innerhalb derselben Aktienkategorie – ein für alle Wandel- oder Optionsberechtigten *einheitlicher Ausgabebetrag* für die neuen Aktien festgelegt wird. In den Bestimmungen zur bedingten Kapitalerhöhung ist von «Ausgabebetrag» in der Einzahl die Rede und nicht von «Ausgabebeträgen».²²⁸³ 1224

c) *Systematische Auslegung*

Eine systematische Auslegung des Gesetzes spricht hingegen eher dafür, dass die *Festlegung unterschiedlicher Ausgabebeträge* möglich ist. Jeder Aktionär hat 1225

²²⁸⁰ Vgl. Art. 653b OR.

²²⁸¹ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 1–3, 7 OR. Je nach Ausgestaltung des bedingten Kapitals sind weitere Angaben notwendig (vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4–6, Abs. 2 OR).

²²⁸² Vgl. Art. 653b Abs. 2 OR; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653b, N 22 f.

²²⁸³ In Art. 653b Abs. 2 Ziff. 2 OR ist die Rede vom «Ausgabebetrag». Das impliziert, dass jeweils ein einheitlicher Ausgabebetrag festgelegt wird.

grundsätzlich Anspruch auf Zeichnung von Wandel- oder Optionsanleihen entsprechend seiner bisherigen Beteiligung.²²⁸⁴ Dieses Vorwegzeichnungsrecht kann aus wichtigen Gründen eingeschränkt oder aufgehoben werden.²²⁸⁵ Werden im Rahmen des bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht unterschiedliche Ausgabebeträge festgelegt, wird das Vorwegzeichnungsrecht der Aktionäre als solches weder eingeschränkt noch aufgehoben.²²⁸⁶ Es handelt sich vielmehr um eine Privilegierung im Rahmen der Anleihsbedingungen. Wenn das Gesetz es erlaubt, dass das Vorwegzeichnungsrecht unter bestimmten Voraussetzungen aufgehoben wird, müsste eine blosser Veränderung der Ausübungskonditionen bei gleichzeitiger Wahrung des Vorwegzeichnungsrechts selbst als weniger schwerwiegender Eingriff ebenfalls zulässig sein.²²⁸⁷ Unabhängig davon muss bei der Festlegung unterschiedlicher Ausgabebeträge – sei es mittels Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss – der Grundsatz der Gleichbehandlung gewahrt werden.²²⁸⁸ Gesetzessystematische Überlegungen sprechen insgesamt eher dafür, dass die Gesellschaft innerhalb derselben Aktienkategorie unterschiedliche Ausgabebeträge festlegen darf, sofern sich die Ungleichbehandlung sachlich rechtfertigen lässt.²²⁸⁹

d) Historische Auslegung

- 1226 Eine historische Auslegung der Bestimmungen zur Kapitalerhöhung bringt kein eindeutiges Ergebnis zur Möglichkeit der Festsetzung *unterschiedlicher Ausgabebeträge*.
- 1227 Der Gesetzgeber scheint in erster Linie an einen *einheitlichen Ausgabebetrag* gedacht zu haben. Die Möglichkeit unterschiedlicher Ausgabebeträge innerhalb derselben Aktienkategorie scheint er nicht ausdrücklich bedacht zu haben. Zu den wesentlichen Punkten einer Kapitalerhöhung im Allgemeinen gehören nach dem Wortlaut der Botschaft namentlich Angaben über die «Ausgabebeträge». In der Botschaft ist aber im Zusammenhang mit dem bedingten Kapital stets vom «Aus-

²²⁸⁴ Art. 653c Abs. 2 OR.

²²⁸⁵ Art. 653c Abs. 3 und 4 OR.

²²⁸⁶ Zumal alle Aktionäre ein Recht auf Zeichnung von Optionen entsprechend ihrer bisherigen Beteiligung behalten.

²²⁸⁷ Das ergibt sich aus einem Schluss *a maiore ad minus*, vgl. Art. 653c Abs. 3 und 4 OR.

²²⁸⁸ Im Falle eines Beschlusses der Generalversammlung vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR; im Falle eines Beschlusses des Verwaltungsrats vgl. Art. 717 Abs. 2 OR.

²²⁸⁹ Zur Rechtfertigung der Ungleichbehandlung siehe hinten Rz. 1317 ff.

gabebetrag» in der Einzahl die Rede.²²⁹⁰ Im Rahmen der parlamentarischen Beratung wurde stets vom «Ausgabebetrag» in der Einzahl gesprochen. Es wurde nicht darauf eingegangen, ob und inwieweit unterschiedliche Ausgabebeträge festgelegt werden dürfen.²²⁹¹ Der Blick in die Materialien lässt somit eher vermuten, dass der Gesetzgeber die Frage der unterschiedlichen Ausgabebeträge übersehen hat und dass er sie stillschweigend – im negativen Sinne – mitentschieden hat.²²⁹²

Aus den Materialien ergibt sich *kein qualifiziertes Schweigen* hinsichtlich der Festsetzung unterschiedlicher Ausgabebeträge. Es lässt sich meines Erachtens nicht daraus herleiten, dass der Gesetzgeber die Festsetzung unterschiedlicher Ausgabebeträge im Rahmen der bedingten Kapitalerhöhung ausschliessen wollte. Die historische Gesetzesauslegung bringt somit kein eindeutiges Ergebnis zur Frage, ob unterschiedliche Ausgabebeträge in den Anleiensbedingungen zulässig sind. Der Gesetzgeber hat sie aber immerhin nicht ausdrücklich – d.h. im Sinne eines qualifizierten Schweigens – ausgeschlossen. 1228

e) *Zeitgemässe Auslegung*

Eine zeitgemässe Auslegung von Art. 653b OR zeigt, dass es nicht ausgeschlossen ist, bei einer bedingten Kapitalerhöhung im Rahmen der Anleiensbedingungen unterschiedliche Ausgabebeträge für die neuen Aktien festzulegen. Es ist bereits nach bisherigem Recht so, dass durch eine Beschränkung oder Aufhebung des Vorwegzeichnungsrechts niemand in unsachlicher Weise benachteiligt werden darf.²²⁹³ Werden den Aktionären Wandel- oder Optionsrechte eingeräumt, darf nach neuem Recht auch durch die Festsetzung des Ausgabebetrags niemand *in un-* 1229

²²⁹⁰ BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 861, in der – zumindest einmal – von Ausgabebeträgen im Plural die Rede ist; vgl. demgegenüber BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 869 f.

²²⁹¹ Zum Gesagten vgl. AmtlBull NR 1985, 1682 ff.; AmtlBull SR 1988, 472. Der heutige Art. 653b Abs. 2 OR wurde im Rahmen der Vorberatung der Vorlage durch die Kommission des Ständerats eingefügt (vgl. Hinweis auf «Absatz 1bis» [sic!] in der Debatte).

²²⁹² Das wäre vorausgesetzt, damit man von einem qualifizierten Schweigen ausgehen könnte. Zu den Voraussetzungen eines qualifizierten Schweigens siehe BGE 140 III 636 E. 2.1, S. 637; BGE 140 III 206 E. 3.4.2 und 3.5.1, S. 212 f.; BGE 139 II 404 E. 4.2, S. 416 f., gemäss dem eine echte Gesetzeslücke vorliegt, wenn der Gesetzgeber etwas zu regeln unterlassen hat, was er hätte regeln sollen, und dem Gesetz diesbezüglich weder nach seinem Wortlaut noch nach dem durch Auslegung zu ermittelnden Inhalt eine Vorschrift entnommen werden kann.

²²⁹³ Art. 653c Abs. 4 OR; vgl. Art. 652b Abs. 4 OR, gemäss dem auch die unsachliche Einschränkung des Bezugsrechts unzulässig ist.

sachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden.²²⁹⁴ Mit dieser Regelung soll das Eigentum der Aktionäre geschützt werden. Es soll vermieden werden, dass durch eine missbräuchliche Festsetzung des Ausgabebetrags der Substanzwert ihrer Aktien verwässert wird.²²⁹⁵ Legt die Generalversammlung im Rahmen des Beschlusses zum bedingten Kapital die Grundlage für unterschiedliche Ausgabebeträge, ist dieser Beschluss anfechtbar, wenn er eine sachlich nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung von Aktionären bewirkt.²²⁹⁶ Das bedeutet aber nicht, dass die Gesellschaft nicht unterschiedliche Ausgabebeträge festlegen dürfte. Vielmehr bestätigt es, dass Ungleichbehandlungen bei der Festsetzung des Ausgabebetrags zulässig sein können, sofern die dadurch bewirkte Ungleichbehandlung sachlich gerechtfertigt werden kann. Aus einer zeitgemässen Auslegung des Gesetzes kann somit kein Verbot von unterschiedlichen Ausgabebeträgen hergeleitet werden.

- 1230 Der Umstand, dass der Gesetzgeber bei der Differenzbereinigung davon abgesehen hat, die Möglichkeit der Festsetzung eines *tieferen Ausgabebetrags für langfristig beteiligte Aktionäre* ausdrücklich ins Gesetz aufzunehmen, ändert nichts an diesem Auslegungsergebnis. Den Materialien lässt sich keine Aussage entnehmen, die auf eine Unzulässigkeit unterschiedlicher Ausgabebeträge hinweist.²²⁹⁷

f) Teleologische Auslegung

- 1231 Der Zweck der Gesetzesbestimmung zum Inhalt der Statutenklausel betreffend das bedingte Kapital spricht nicht gegen die Festlegung unterschiedlicher Ausgabebeträge. Die statutarische Grundlage im Zusammenhang mit dem bedingten Kapital dient der *Ermächtigung und Offenlegung*.²²⁹⁸ Sie umschreibt den Rahmen, in-

²²⁹⁴ Art. 653c Abs. 1 i.V.m. Art. 652b Abs. 4 OR; zum Umfang der Verweisung siehe BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 503.

²²⁹⁵ Zum Gesagten siehe BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 498 f.

²²⁹⁶ Das dürfte bereits nach altem Recht der Fall gewesen sein, vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 aOR. Art. 652b Abs. 4 OR wiederholt diese Regelung ausdrücklich. Siehe hierzu auch BOTSCHAFT AKTIENRECHT 2016, 499.

²²⁹⁷ Vgl. insb. Votum Vogt, AmtlBull NR 2020, 983, in dem das Ergebnis der Differenzbereinigung dargelegt wird. Zur Frage, ob unterschiedliche Optionspreise im Allgemeinen zulässig oder nicht zulässig sind, lässt sich daraus nichts herleiten. Vielmehr hat der Gesetzgeber in der Schlussabstimmung zur Aktienrechtsrevision festgehalten, dass Benachteiligungen durch die Festsetzung des Ausgabebetrags zulässig sind, sofern sie nicht unsachlich sind (vgl. Art. 652b Abs. 4 OR).

²²⁹⁸ Vgl. BOTSCHAFT AKTIENRECHT 1983, 869 m.H. auf den Zweck der statutarischen Grundlage beim genehmigten Kapital, 860 und 862 mit Andeutungen.

nerhalb dessen der Verwaltungsrat ermächtigt ist, Wandel- oder Optionsanleihen auszugeben. Und sie stellt sicher, dass die Wandel- oder Optionsberechtigten sich davon überzeugen können, dass die zugesicherten Aktien mittels bedingter Kapitalerhöhung und auf Grundlage des Ermächtigungsbeschlusses ohne Verzug ausgeben werden können. Es ist insbesondere nicht Zweck der Vorgaben betreffend den Inhalt der statutarischen Grundlage zum bedingten Kapital, die durch eine Kapitalerhöhung potenziell betroffene Aktionärsminorität zu schützen.²²⁹⁹ Solange die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital angibt, nach welchen Grundlagen die unterschiedlichen Ausgabebeträge zu berechnen sind, spricht der Gesetzeszweck von Art. 653b OR nicht gegen unterschiedlich hohe Ausgabebeträge.²³⁰⁰

g) Zwischenfazit

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass in Anbetracht der Gesetzesbestimmung zum Inhalt der Statutenklausel zum bedingten Kapital *unterschiedliche Ausgabebeträge nicht verboten* sind. Das ergibt sich zwar nicht aus dem Gesetzestext, aber insbesondere aus der Gesetzessystematik und dem Gesetzeszweck. Die Gesellschaft darf unter Vorbehalt der Vereinbarkeit mit dem Gleichbehandlungsgebot innerhalb derselben Aktienkategorie unterschiedliche Ausgabebeträge in den Anlehensbedingungen festlegen. 1232

4. Form der Statuten und Beschlussquorum

Die Aufnahme einer Bestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht in die Gesellschaftsstatuten erfolgt gemäss den Bestimmungen des anwendbaren Gesellschaftsrechts. Das ist in dem der Untersuchung zugrunde liegenden Grundmodell das schweizerische Aktienrecht.²³⁰¹ Danach richten sich sowohl die Form der Statuten als auch das massgebliche Beschlussquorum. 1233

a) Form der Statuten

Die Statuten und somit die Bestimmungen betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht müssen in schriftlicher Form abgefasst werden. Die Bestimmung würde im Rahmen eines Beschlusses zum bedingten Kapital in die 1234

²²⁹⁹ Dem Schutz der Aktionäre dient Art. 653c OR (vgl. Marginalie «Schutz der Aktionäre»).

²³⁰⁰ Vgl. Art. 653b Abs. 2 Ziff. 2 OR.

²³⁰¹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 1216.

Statuten aufgenommen werden.²³⁰² Dieser Beschluss muss *öffentlich beurkundet* werden, unabhängig davon, ob er die originären Statuten oder eine Statutenänderung betrifft.²³⁰³

b) Beschlussquorum

- 1235 Ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht kann in der Regel mit einem *qualifizierten Quorum* von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte eingeführt werden.²³⁰⁴ Ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht wird im Zusammenhang mit einer bedingten Kapitalerhöhung gewährt. Der Beschluss zur Einführung des bedingten Kapitals liegt in der unübertragbaren Kompetenz der Generalversammlung.²³⁰⁵ Für Statutenänderungen genügt in der Regel das absolute Mehr der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen. Das Gesetz sieht für bestimmte als besonders wichtig eingestufte Beschlüsse qualifizierte Quoren oder gar Einstimmigkeit vor.²³⁰⁶ Die Einführung eines bedingten Kapitals erfordert ein qualifiziertes Quorum von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.²³⁰⁷ Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht wird im Zusammenhang mit einem bedingten Kapital zur Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen an Dritte gewährt. Es kann deshalb nur unter Einhaltung des für das bedingte Kapital geltenden Quorums gewährt werden.
- 1236 Die Erforderlichkeit des qualifizierten Quorums dient dem *Schutz der Minderheitsaktionäre*. Ein Beschluss zur Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ändert die Modalitäten zur Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts der Aktionäre. Er greift insofern in die Rechtsstellung der Aktionäre ein. Die Festsetzung unterschiedlicher Ausgabebeträge bedarf für sich gesehen keines qualifizierten Quorums. Das Vorwegzeichnungsrecht wird dadurch nicht eingeschränkt oder gar entzogen. Es werden lediglich die Anleihensbedingungen ver-

²³⁰² Zusätzlich zum notwendigen Statuteninhalt gem. Art. 653b Abs. 1 OR würde die Bestimmung auch die Grundlagen zur Festsetzung eines tieferen Optionspreises für langfristig beteiligte Aktionäre beinhalten. Siehe hierzu hinten Anhang 3.

²³⁰³ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 801 f.

²³⁰⁴ Sollte bereits bei der Gründung der Gesellschaft ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht eingeführt werden, braucht es einen einstimmigen Beschluss der Gründeraktionäre. Vgl. hierzu Art. 629 Abs. 1 OR.

²³⁰⁵ Vgl. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR. Die Durchführung einer bedingten Kapitalerhöhung bedarf einer Änderung der Statuten (vgl. Art. 653b Abs. 1 OR).

²³⁰⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 803.

²³⁰⁷ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 OR.

ändert.²³⁰⁸ Weil das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht stets im Zusammenhang mit einem bedingten Kapital gewährt wird, braucht es ein qualifiziertes Quorum zur Einführung. Die erhöhte Schranke zur Einführung eines bedingten Kapitals – sei es mit oder ohne Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht – ist im Sinne des Minderheitenschutzes zu begrüssen.

5. Wirksamkeit der Statutenklausel

Die Einführung des bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist erst wirksam mit der Eintragung ins Handelsregister. Seit Januar 2021 werden Handelsregistereinträge mit dem Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung im SHAB wirksam. Eine Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital – sei es mit oder ohne Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht – ist somit wirksam ab dem *Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung* der Statutenänderung im SHAB. Die Publizitätswirkung des Eintrags beginnt demnach mit der elektronischen Veröffentlichung.²³⁰⁹ 1237

6. Notwendiger Inhalt

a) *Vorbemerkung zur Bestimmtheit der Regelung*

Die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht muss die *Grundzüge* der Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags für langfristig beteiligte Aktionäre enthalten. Das heisst, sie muss Aufschluss über den notwendigen Inhalt geben, ohne den die Klausel nicht anwendbar wäre. Der notwendige Inhalt einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital – sei es mit oder ohne Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht – besteht aus dem Nennbetrag der Kapitalerhöhung, der Anzahl, dem Nennwert und der Art der Aktien und dem Kreis der Wandel- oder Optionsberechtigten.²³¹⁰ Über den vom Gesetz vorgeschriebenen notwendigen Inhalt hinaus müssen die Grundzüge des tieferen Ausgabebetrags dargelegt werden, damit sich die Aktionäre darüber informieren kön- 1238

²³⁰⁸ Zum Gesagten vgl. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 OR, gemäss dem z.B. die Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechts ein qualifiziertes Quorum erfordert. Weil das Bezugsrecht als solches bei der Einführung von Loyalitätsbezugsrechten nach der vorliegend untersuchten Art nicht tangiert, erfordert deren Einführung einzig deshalb ein qualifiziertes Quorum, weil sie in Zusammenhang mit der Einführung eines Kapitalbands steht (vgl. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 OR).

²³⁰⁹ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 806 f.

²³¹⁰ Art. 653b Abs. 1 OR.

nen, inwieweit sich ihre Rechtsstellung durch die Statutenklausel verändert.²³¹¹ Deshalb muss die Statutenklausel zum bedingten Kapital den Geltungsbereich der Regelung in persönlicher, sachlicher und zeitlicher Hinsicht umschreiben. Dazu gehören die Voraussetzungen der Berechtigung zu einem günstigeren Ausgabebetrag, inklusive des Nachweises der Berechtigung, das Mass der Berechtigung und der Beginn sowie gegebenenfalls das Ende der Berechtigung.²³¹²

- 1239 Sind die Voraussetzungen, das Mass der Berechtigung und der Beginn sowie das Ende der Berechtigung zu einem tieferen Ausgabebetrag bekannt und hinreichend bestimmt, bildet die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital eine genügende *Grundlage für die Anwendung in der Praxis*. Sie enthält dann die erforderlichen Angaben, anhand derer die Aktionäre die Rechtmässigkeit des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts und dessen Einfluss auf ihre Rechtsstellung beurteilen oder gerichtlich überprüfen lassen können.²³¹³

b) Voraussetzungen der Berechtigung

- 1240 Die Statutenbestimmung sollte erstens Aufschluss geben über die *Voraussetzungen der Berechtigung zu einem tieferen Ausgabebetrag*. Damit wird der persönliche Geltungsbereich der Regelung bestimmt. Mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nach dem vorliegend untersuchten Grundmodell sollen langfristig beteiligte Aktionäre begünstigt und gefördert werden. Das wird erreicht, indem die Statutenbestimmung die Bedingungen enthält, unter denen die Aktionäre die Wandel- oder Optionsrechte zu einem tieferen Ausgabebetrag der neuen Aktien ausüben können.
- 1241 Damit langfristige Aktionärsbeteiligungen gefördert werden, sollte eine ununterbrochene *mindestens zweijährige Aktionärsbeteiligung* im Zeitpunkt der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte verlangt werden für die Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags. Zum Nachweis der Dauer der Beteiligung sollte auf die Dauer des Eintrags im Aktienbuch abgestellt werden. Darüber hinaus sollten die Statuten als zusätzliche Voraussetzung einen Nachweis verlangen, dass auch die wirtschaftliche Berechtigung während der vorausgesetzten Haltedauer nicht gewechselt hat.²³¹⁴

²³¹¹ Art. 653b Abs. 2 OR.

²³¹² Vgl. Art. 661a Abs. 2 E-OR N 2020, in dem auch die erforderlichen Generalversammlungs- und Verwaltungsratsbeschlüsse zu den Grundsätzen gezählt werden Vgl. zu den Parametern des Grundmodells vorne Rz. 1180 ff.

²³¹³ Z.B. im Rahmen einer Klage auf Anfechtung eines Generalversammlungsbeschlusses gem. Art. 706 f. OR.

²³¹⁴ Siehe vorne Rz. 1197; hinten Anhang 3 Ziff. 3.

c) *Mass der Berechtigung*

Die Statutenbestimmung sollte zweitens Angaben zum *Mass der Berechtigung*, 1242 mithin zum Umfang der Begünstigung in Bezug auf den Ausgabebetrag, enthalten. Das *Mass der Berechtigung* bestimmt den Geltungsbereich der Begünstigung in sachlicher Hinsicht, indem es Aufschluss gibt über die Art und die Höhe der Privilegierung. Es ist zweckmässig und genügt den Anforderungen an die Bestimmtheit, wenn die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital eine prozentmässige Begünstigung vorsieht. Dementsprechend bestünde das Privileg in einem im Verhältnis zum ordentlichen Ausgabebetrag tieferen Ausgabebetrag im Umfang eines bestimmten Prozentsatzes. Der Prozentsatz sollte im Sinne der Bestimmtheit und Vorhersehbarkeit klar festgelegt werden statt bloss im Sinne einer Obergrenze.²³¹⁵

d) *Beginn der Berechtigung*

Die Statutenbestimmung sollte drittens Aufschluss geben über den *Beginn der Berechtigung* 1243 sowie gegebenenfalls deren Ende. Damit wird der Geltungsbereich der Regelung in zeitlicher Hinsicht bestimmt. Ist festgelegt, wann die Aktionäre von einem tieferen Ausgabebetrag profitieren können, ist der finanzielle Vorteil für die Aktionäre vorhersehbar. Damit wird klar, ab welchem Zeitpunkt die Haltedauer zur Ermittlung der Berechtigung zu einem tieferen Ausgabebetrag angerechnet wird.

e) *Weitere Angaben*

Darüber hinaus können die Statuten oder die Anleihensbedingungen auch *weitere* 1244 *Angaben* enthalten, die Aufschluss über die Anwendung geben, aber nicht erforderlich sind für das Verständnis der Grundzüge des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts.²³¹⁶ Sie sind indes für die Gültigkeit der Statutenbestimmung und deren Zustandekommen nicht erforderlich. Solche Einzelheiten der Regelung betreffend das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht können folglich auch in den Anleihensbedingungen enthalten sein, die durch den Verwaltungsrat ausgestaltet werden.

²³¹⁵ Vgl. vorne Rz. 1071.

²³¹⁶ Dazu gehört z.B. die Frage, was im Falle einer Übertragung der Aktien mit dem Recht auf einen günstigeren Optionspreis geschieht.

C. Subjektiver Geltungsbereich

1245 Bei einer Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht besteht die Bindungswirkung einerseits für die Gesellschaft und deren Organe und andererseits für die Aktionäre und gegebenenfalls die Partizipanten.

1. Bindungswirkung für die Gesellschaft

1246 Beschliesst die Gründerversammlung oder die Generalversammlung im Rahmen einer Statutenänderung die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, ist die Bestimmung *kraft Gesetz* für die Gesellschaft verbindlich. Das bedeutet, dass die berechtigten Personen innerhalb der Sozialsphäre der Gesellschaft, namentlich die Aktionäre und Partizipanten, einen Anspruch auf die korrekte Anwendung der Statutenbestimmung, d.h. die Gewährung des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts, haben. Wird die Bestimmung bei der Umsetzung der bedingten Kapitalerhöhung nicht umgesetzt, können die Aktionäre und gegebenenfalls die Partizipanten sich – je nach Umständen – mit dem Antrag auf eine Sonderuntersuchung oder eine Verantwortlichkeitsklage wehren. Eine Anfechtung von Verwaltungsratsbeschlüssen ist hingegen nicht möglich.²³¹⁷

2. Bindungswirkung für die Aktionäre

a) Anordnungskompetenz der Gesellschaft

1247 Die Regelung des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts liegt in der Anordnungskompetenz der Gesellschaft. Statutenklauseln, welche die Gestaltung des körperschaftlichen Rechtsverhältnisses zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären zum Gegenstand haben, regeln die *internen Verhältnisse*. Sie unterstehen mithin der Anordnungskompetenz der Gesellschaft. Eine Statutenbestimmung betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht regelt das körperschaftliche Recht der Aktionäre auf Beibehaltung ihrer Beteiligungsquote im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung. Sie ist somit von der Anordnungskompetenz der Gesellschaft gedeckt und kann – unter Vorbehalt der aktienrechtlichen Zulässigkeit – mittels Beschluss gültig in die Statuten aufgenommen werden.²³¹⁸

²³¹⁷ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 1075.

²³¹⁸ Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit siehe hinten Rz. 1265 ff.

b) Vom Geltungsbereich erfasste Mitglieder der Gesellschaft

aa) Umfassender und beschränkter Geltungsbereich

Die Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht hat grundsätzlich einen *umfassenden persönlichen Geltungsbereich*. Entschliesst sich eine Gesellschaft für die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, wird die Bestimmung entsprechend dem restlichen Inhalt der Statuten für alle Aktionäre verbindlich. Ebenfalls vom Geltungsbereich erfasst sind Partizipanten.²³¹⁹ 1248

Es ist theoretisch denkbar, dass der Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung auf bestimmte Aktionäre oder Aktionärsgruppen beschränkt wird. Es ist in diesem Falle aber zu prüfen, ob die Einschränkung nicht dem Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre widerspricht. Das *Gleichbehandlungsgebot* verbietet die sachlich nicht gerechtfertigte und unverhältnismässige Ungleichbehandlung von Aktionären oder Aktionärsgruppen.²³²⁰ Es ist umstritten, ob eine Bevorzugung langfristig beteiligter Aktionäre in Bezug auf den Ausgabebetrag beim Bezug neuer Aktien unter Gleichbehandlungsaspekten zulässig ist.²³²¹ 1249

Eine *Einschränkung des subjektiven Geltungsbereichs* der Statutenklausel auf bestimmte Aktionäre liegt nicht im Interesse der Gesellschaft und ist deshalb unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten unzulässig. Die Einschränkung würde bedeuten, dass gewisse Aktionäre von vornherein nicht die gleichen Voraussetzungen für die Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags haben. Das wirkt sich negativ auf die Wirksamkeit der Regelung zur Zielerreichung aus. Eine Einschränkung führt deshalb von Anfang an zu einer Ungleichbehandlung, die sich nicht rechtfertigen liesse. Die Einschränkung des subjektiven Geltungsbereichs der Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht wäre somit unzulässig. 1250

Im Folgenden wird deshalb davon ausgegangen, dass ein bedingtes Kapital mit einer umfassenden, d.h. für alle Aktionäre verbindlichen Statutenbestimmung eingeführt wird. 1251

²³¹⁹ Zum Anspruch der Partizipanten siehe vorne Rz. 1190.

²³²⁰ Siehe vorne Rz. 937 ff.

²³²¹ Siehe hinten Rz. 1308 ff.

bb) Geltung für bestehende und neue Aktionäre

- 1252 Die Statutenbestimmung betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist verbindlich für *alle bestehenden und künftigen Aktionäre* – unabhängig von deren Zustimmung und der Art des Erwerbs der Aktien.²³²²
- 1253 Im Falle der Übertragung *nicht börsenkotierter vinkulierter Namenaktien* sind die Erwerber grundsätzlich erst nach Erteilung der Zustimmung der Gesellschaft zur Übertragung vom subjektiven Geltungsbereich der Statutenbestimmung erfasst. Bei einer Übertragung durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung gehen indes das Eigentum und die Vermögensrechte auch ohne Zustimmung der Gesellschaft auf den Erwerber über. Der Erwerber wird in diesen Konstellationen als neuer Aktionär vom subjektiven Geltungsbereich der Statuten im Allgemeinen erfasst. Im Besonderen muss ihm das Vorwegzeichnungsrecht und somit auch ein allfälliges Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewährt werden. Die Geltendmachung des (Loyalitäts-)Vorwegzeichnungsrechts ist nicht von der Zustimmung der Gesellschaft abhängig.²³²³
- 1254 Bei einer Übertragung *börsenkotierter vinkulierter Namenaktien* beginnt die zur Ermittlung der Berechtigung zu einem tieferen Ausgabebetrag massgebliche Frist gleich nach der Übertragung zu laufen. Bis zur Anerkennung wird der Erwerber als Aktionär ohne Stimmrecht ins Aktienbuch eingetragen, kann aber insbesondere das Vorwegzeichnungsrecht und – sofern die massgebliche Haltefrist abgelaufen ist – auch das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht geltend machen.²³²⁴ Erfolgt die Übertragung durch Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht, wird der Erwerber unverzüglich ins Aktienbuch eingetragen, zumal eine Ablehnung diesfalls nicht möglich ist. In beiden Fällen der Übertragung börsenkotierter vinkulierter Namenaktien ist der Erwerber nach der Übertragung vom Geltungsbereich der Statuten und somit von einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erfasst.²³²⁵

²³²² Vgl. im Einzelnen hierzu vorne Rz. 823 ff.

²³²³ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 829.

²³²⁴ Zum Bezugsrecht vgl. Art. 685f Abs. 2 OR *in fine*. Das Bezugsrecht und das Vorwegzeichnungsrecht haben zwar eine mitgliedschaftsrechtliche und vermögensrechtliche Komponente (SPOERLÉ, N 1058). Sie gelten aber für die Zwecke dieser Bestimmung eher als Vermögensrecht, zumal sie anderenorts ausdrücklich als Vermögensrechte betitelt werden (vgl. z.B. Obermarginalie zu Art. 656g OR).

²³²⁵ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 830.

cc) Keine Geltung für ausgetretene Aktionäre

Die Bindungswirkung der Statutenbestimmungen für Aktionäre ist grundsätzlich beschränkt auf die *Dauer des Mitgliedschaftsverhältnisses*. Gibt der Aktionär seine Aktionärsstellung auf, wird er von den Mitgliedschaftsrechten und -pflichten befreit.²³²⁶ Er ist dann nicht mehr vom Geltungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erfasst. Soweit ihm die Wandel- oder Optionsanleihen vorweg zur Zeichnung angeboten wurden, er danach aber vor Ablauf der für den tieferen Ausgabebetrag erforderlichen Halte-dauer seine Beteiligung verkauft hat, kann er seine Wandel- oder Optionsrechte – je nach Anleihebedingungen – zwar noch ausüben, jedoch nicht zu einem tieferen Wandel- oder Optionspreis. 1255

3. Bindungswirkung für Organmitglieder

Statutenbestimmungen haben Geltung gegenüber allen Organen der Gesellschaft. Dazu gehören die formellen Organe, die materiellen Organe und die faktischen Organe. Eine Statutenbestimmung betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist *für alle Organe massgeblich*. Aber es kommen nur dem Verwaltungsrat und der Revisionsstelle gesellschaftsrechtliche Pflichten im Zusammenhang mit der Umsetzung der Regelung zu. Der Verwaltungsrat ist für die Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung verantwortlich. Er muss die Auflagen im Zusammenhang mit dem Ausgabebetrag bei der Gestaltung der *Anleihebedingungen* beachten. Er muss sich dabei an die Auflagen des Generalversammlungsbeschlusses zum bedingten Kapital halten.²³²⁷ Die Revisionsstelle prüft, ob die Ausgabe der neuen Aktien auf der Grundlage des bedingten Kapitals dem Gesetz, den Statuten und – sofern er erforderlich ist – dem Emissionsprospekt entsprochen hat.²³²⁸ In diesem Rahmen würde auch geprüft, ob den langfristig beteiligten Aktionären ein günstigerer Ausgabebetrag gewährt wurde. Die anderen Organe nehmen keine besondere Rolle bei der Prüfung und Umsetzung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ein. 1256

²³²⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 833.

²³²⁷ Das bedeutet, dass er den Aktionären die Wandel- oder Optionsanleihen vorweg zur Zeichnung anbieten muss. Zudem bedeutet es, dass er die Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts im Zusammenhang mit langfristig gehaltenen Aktien zu einem im Verhältnis zu kurzfristig gehaltenen Aktien tieferen Preis gestatten muss.

²³²⁸ Vgl. Art. 653f Abs. 1 OR.

4. Bindungswirkung für Dritte

1257 Die Statuten entfalten im Grundsatz *keine Bindungswirkung gegenüber Drittpersonen* ausserhalb der Sozialsphäre der Gesellschaft. Der Inhalt der Statuten einer Aktiengesellschaft kann höchstens mittelbar für Drittpersonen von Bedeutung sein.²³²⁹ Dieser Grundsatz gilt auch für eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht kann auch nicht mittelbar für Dritte mit einer rechtsgeschäftlichen Beziehung zum Aktionär relevant sein, zumal das Vorwegzeichnungsrecht dem Aktionär zusteht.²³³⁰

5. Bindungswirkung im Konzern

1258 Die Bindungswirkung einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist nach dem Gesagten beschränkt auf die Gesellschaft selbst, deren Organpersonen und deren Aktionäre. Die Gesellschaftsstatuten beanspruchen grundsätzlich *keine Geltung gegenüber Konzerngesellschaften*.²³³¹ Andere Gesellschaften, die mit der Gesellschaft in einem Konzernverhältnis verbunden sind, werden von der Bindungswirkung einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ausnahmsweise erfasst, wenn sie zugleich Aktionärinnen der Gesellschaft sind.²³³²

6. Fazit

1259 Der subjektive Geltungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erstreckt sich in erster Linie auf die *Aktionäre*, unabhängig davon, ob sie seit der Gründung Mitglieder der Gesellschaft sind oder ihr später mittels originären oder derivativen Aktienerwerbs beigetreten sind. Die Statutenbestimmung entfaltet keine Wirkung gegenüber ausgetretenen Aktionären.²³³³

1260 Darüber hinaus ist die Statutenbestimmung massgeblich für bestimmte *Gesellschaftsorgane*. Dem Verwaltungsrat und der Revisionsstelle kommen im Zusam-

²³²⁹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 849.

²³³⁰ Zum Verhältnis zwischen Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und Nutzniessung an oder Verpfändung von Aktien siehe vorne Rz. 1203 f.

²³³¹ Zum Konzernbegriff siehe vorne Rz. 850.

²³³² Vgl. vorne Rz. 851.

²³³³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1248 ff.

menhang mit der bedingten Kapitalerhöhung Befugnisse und Pflichten zu. Der Verwaltungsrat legt die unterschiedlichen Ausgabebeträge für langfristig und kurzfristig beteiligte Aktionäre in den Anleihsbedingungen entsprechend der Ermächtigung durch die Generalversammlung fest. Die Revisionsstelle prüft insbesondere, ob die Ausgabe der neuen Aktien gesetzes- und statutenkonform war. Die anderen Organe sind an der Umsetzung nicht direkt beteiligt.²³³⁴

D. Objektiver Geltungsbereich

Der objektive Geltungsbereich einer Regelung betreffend Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erstreckt sich auf Kapitalerhöhungen im Zusammenhang mit dem *bedingten Kapital*, mit dem sie eingeführt wird. 1261

Von der Frage des objektiven Geltungsbereichs abzugrenzen ist die Frage, ob die Regelungen aus aktienrechtlicher Sicht zulässig sind. Darauf wird an anderer Stelle eingegangen.²³³⁵ 1262

E. Zeitlicher Geltungsbereich

Eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht wird in der Regel mit der *Eintragung ins Handelsregister* wirksam. Seit Januar 2021 werden Handelsregistereinträge mit dem Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung im SHAB wirksam. Die Statutenklausel beansprucht demnach ab dem Zeitpunkt der Eintragung ins Handelsregister Geltung *ex nunc*. Sind die Optionsrechte erloschen, so hebt der Verwaltungsrat die Statutenbestimmungen zum bedingten Kapital auf.²³³⁶ 1263

Vom zeitlichen Geltungsbereich der Statutenbestimmung ist die Frage abzugrenzen, ob die Statutenbestimmung in Bezug auf die Berechtigung auf einen *Sachverhalt in der Vergangenheit* abstellen darf.²³³⁷ 1264

²³³⁴ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1256.

²³³⁵ Siehe hinten Rz. 1265 ff.

²³³⁶ Art. 653i Abs. 1 Ziff. 1 OR. Nach neuem Recht kann die Bestimmung zum bedingten Kapital zudem aufgehoben werden, wenn keine Optionsrechte eingeräumt worden sind oder alle oder ein Teil der Berechtigten auf die Ausübung der ihnen zugeteilten Optionsrechte verzichtet haben (Art. 653i Abs. 1 Ziff. 2 und 3 OR).

²³³⁷ D.h., ob die Haltedauer vor der Einführung des bedingten Kapitals den Aktionären angerechnet wird bei der Ermittlung ihrer Berechtigung zu einem tieferen Optionspreis.

III. Aktienrechtliche Zulässigkeit

A. Aktionärsrechte als Schranke der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit

- 1265 Die Aktiengesellschaft ist grundsätzlich frei, ihre Statuten nach ihren Wünschen auszugestalten. Der Grundsatz der Gestaltungsfreiheit wird durch verschiedene *Schutzbestimmungen* eingeschränkt.²³³⁸ Bevor darauf eingegangen werden kann, ob und inwieweit die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht die Aktionärsrechte verletzt, wird im Folgenden dargelegt, welche Aktionärsrechte als mögliche Schranken in Betracht zu ziehen sind.
- 1266 Zunächst ist festzuhalten, dass es im Gesetz *kein ausdrückliches Verbot* betreffend ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gibt. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht führt dazu, dass langfristig beteiligte Aktionäre neue Aktien bei der Ausübung ihres Wandel- oder Optionsrechts zu einem günstigeren Ausgabebetrag zeichnen können. Eine Auslegung der Gesetzesbestimmung zum Inhalt der Statutenklausel betreffend das bedingte Kapital zeigt aber, dass unterschiedliche Ausgabebeträge nicht *per se* verboten sind. Das ergibt sich aus der Gesetzessystematik und dem Gesetzeszweck.²³³⁹
- 1267 Im Weiteren ist anzumerken, dass beim Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht die *gleichen Aktionärsrechte wie bei Loyalitätsdividenden* und Loyalitätsbezugsrechten als Schranken im Vordergrund stehen. Erstens könnte die Auflage in den Anleiensbedingungen, der Aktionär müsse seine Beteiligung aufrechterhalten, um von einem tieferen Ausgabebetrag profitieren zu können, in Widerspruch stehen zum Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten. Zweitens könnte das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gegen das Sachlichkeitsgebot verstossen, sofern es zur Durchsetzung zweckwidriger, mithin nicht im Interesse der Gesellschaft liegender Ziele dient. Drittens könnte die Gewährung unterschiedlicher Ausgabebeträge das Gebot der relativen Gleichbehandlung der Aktionäre verletzen. Und viertens könnten die unterschiedlichen Ausgabebeträge rechtsmissbräuchlich sein, sofern sie nicht durch vernünftige wirtschaftliche Erwägungen gerechtfertigt werden können.
- 1268 Die Untersuchung wird auch in Bezug auf das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht eingeschränkt auf die Prüfung der Vereinbarkeit mit dem *Nebenleistungsverbot* und dem *Gleichbehandlungsgebot*. Die Vereinbarkeit des Loyalitätsvorwegzeich-

²³³⁸ Zum Gesagten und zu den verschiedenen Kategorien von Aktionärsrechten siehe vorne Rz. 864 ff.

²³³⁹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 1223 ff.

nungsrechts mit dem Sachlichkeitsgebot wird im Rahmen der Prüfung des Gleichbehandlungsgebots untersucht. Soweit die Auflage im Zusammenhang mit dem bedingten Kapital, es sei für langfristig beteiligte Aktionäre ein tieferer Ausgabebetrag für neue Aktien festzusetzen, nicht auf unsachlichen Motiven beruht, darf vom Inhalt des entsprechenden Generalversammlungsbeschlusses auf das Vorliegen sachlicher Motive geschlossen werden. Die Vereinbarkeit des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts mit dem Rechtsmissbrauchsverbot wird auf der Grundlage des Fazits des ersten Teils dieser Arbeit als gegeben betrachtet.²³⁴⁰

Vor dem Hintergrund des Gesagten wird im Folgenden zweierlei geprüft: Es wird untersucht, ob und unter welchen Voraussetzungen das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht mit dem Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten zu vereinbaren ist. Und es wird geprüft, ob das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot entspricht. 1269

B. Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten

1. Ausgestaltung des Nebenleistungsverbots

Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht könnte in Konflikt zum *Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten* stehen.²³⁴¹ 1270

Die *Normadressaten* des Nebenleistungsverbots sind die Generalversammlung und der Verwaltungsrat der Gesellschaft. Sie können die Aktionäre in ihrer körperschaftlichen Rechtsstellung mit zusätzlichen Pflichten belasten. Das Nebenleistungsverbot verbietet es dem Verwaltungsrat und der Generalversammlung, den Aktionären zusätzliche Pflichten aufzuerlegen.²³⁴² 1271

Das entscheidende Kriterium zur Beurteilung der Zulässigkeit einer statutarischen Regelung im Lichte des Nebenleistungsverbots ist das Kriterium der *Risikoneutralität*. Führt eine Regelung zu einer rechtlichen oder tatsächlichen Belastung der 1272

²³⁴⁰ Das Inaussichtstellen eines tieferen Optionspreises im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung kann dazu beitragen, dass die Aktionäre künftige Erträge weniger stark abzinsen. Das wiederum ermöglicht eine langfristige und nachhaltige Geschäftsstrategie und legt die Grundlage für eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts. Zu den wirtschaftlichen Auswirkungen des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts vgl. vorne Rz. 664 f.

²³⁴¹ Vgl. Art. 680 Abs. 1 OR. Dieser Meinung von DER CRONE/MOHASSEB, 793, welche die Belohnung zukünftiger Treue als Verstoß gegen Art. 680 Abs. 1 OR qualifizieren.

²³⁴² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 172.

Aktionäre mit Verpflichtung oder einer anderweitigen Belastung, mit denen eine Erhöhung des wirtschaftlichen Risikos der Aktionäre verbunden ist, ist sie unzulässig.²³⁴³

- 1273 Die Rechtsfolge der Einführung einer Statutenbestimmung, mit der eine tatsächliche oder rechtliche Erhöhung des Risikos einhergeht, ist in der Regel die *Nichtigkeit*. Die Umdeutung der entsprechenden Statutenbestimmung in eine sondervertragliche Verpflichtung der Aktionäre ist nur unter engen Voraussetzungen zulässig.²³⁴⁴

2. Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und Nebenleistungsverbot

- 1274 Um zu ermitteln, ob das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gegen das Nebenleistungsverbot verstösst, wird an die Auslegung von Art. 680 Abs. 1 OR im Rahmen der Diskussion um die Treuepflicht der Aktionäre und im Zusammenhang mit Loyalitätsdividenden angeknüpft. Die Bestimmung dient generell dem *Schutz vor zusätzlichen Verpflichtungen* und der Wahrung der *Verkäuflichkeit* und freien Handelbarkeit der Aktien. Im Einzelnen soll das Nebenleistungsverbot die Minderheitsaktionäre davor schützen, dass ihnen gegen ihren Willen weitere Pflichten auferlegt werden. Sie soll verhindern, dass die Verkäuflichkeit der Aktien gegen den Willen der Aktionäre – gegenwärtige und zukünftige – erschwert wird. Und sie soll sicherstellen, dass die Aktien möglichst frei handelbar sind, damit ein funktionierender Aktienverkehr gewährleistet ist.²³⁴⁵ Im Folgenden wird auf die Vereinbarkeit des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts mit dem Schutz vor ungewollten Verpflichtungen und dem Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien eingegangen.

a) *Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und der Schutz vor ungewollten Verpflichtungen*

- aa) Keine rechtliche Verpflichtung der Aktionäre

- 1275 Gemäss Art. 680 Abs. 1 OR sollen den Aktionären gegen ihren Willen keine über die Liberierungspflicht hinausgehenden Leistungspflichten auferlegt werden. Der Begriff der Leistungspflicht umfasst *positive und negative Leistungspflichten*. Die

²³⁴³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 168.

²³⁴⁴ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 175 f.

²³⁴⁵ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 159 ff.

Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht führt nicht zu einer Verpflichtung in diesem Sinne.

Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht begründet *keine vollstreckbare Leistungspflicht* des Aktionärs.²³⁴⁶ Mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht werden den Aktionären Wandel- oder Optionsanleihen zu günstigeren Bedingungen vorweg zur Zeichnung angeboten. Die Aktionäre profitieren von einem tieferen Ausgabebetrag bei der Zeichnung desjenigen Teils der neuen Aktien, der ihrem Anteil langfristig gehaltener Aktien im Zeitpunkt der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte entspricht.²³⁴⁷ Die günstigeren Bedingungen im Zusammenhang mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht werden allen Aktionären angeboten. Diejenigen Aktionäre, die nach der Zeichnung ihre Beteiligung oder einen Teil davon verkaufen, können die Wandel- oder Optionsrechte nicht oder nur anteilmässig zu einem tieferen Preis ausüben. Sie müssten somit bei der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte mehr Mittel für denselben Anteil neuer Aktien aufbringen als langfristig beteiligte Aktionäre. Will ein Aktionär vom tieferen Ausgabebetrag profitieren, muss er seine Aktien während der statutarisch bestimmten Haltedauer von mindestens zwei Jahren vor der Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte halten. Eine solche Regelung begründet höchstens eine Obliegenheit.²³⁴⁸ Der Nachteil besteht im verhältnismässig höheren Ausgabebetrag für die neuen Aktien. Der Aktionär hat aber stets die Wahl, ob er seine Aktien langfristig halten oder veräussern will. Es besteht keine rechtliche Verpflichtung, die Aktien während dieser Dauer zu halten. Mit der Einführung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts sind somit keinerlei positiven oder negativen Leistungspflichten verbunden.²³⁴⁹ 1276

bb) Faktische Verpflichtung der Aktionäre?

Je nach Ansicht könnte man der Auffassung sein, die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht begründe eine *faktische Verpflichtung* der Aktionäre. Man könnte argumentieren, die aufschiebend bedingt ge- 1277

²³⁴⁶ Zum Begriff der Leistungspflicht siehe vorne Rz. 135.

²³⁴⁷ Siehe vorne Rz. 1210 f.

²³⁴⁸ Selbst wenn der günstigere Ausgabebetrag erst gewährt wird, wenn der Aktionär erklärt, er habe die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung gehalten, entsteht dadurch höchstens eine Obliegenheit. Vgl. zu dieser Auffassung im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164.

²³⁴⁹ Zur vergleichbaren Argumentation in Bezug auf Loyalitätsdividenden vgl. vorne Rz. 890 ff.

währte Begünstigung in Bezug auf den Ausgabebetrag auferlege den Aktionären eine tatsächliche Verpflichtung, sich ins Aktienbuch eintragen zu lassen und ihre Mitgliedschaft langfristig aufrechtzuerhalten. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht könnte insoweit als faktisches Hindernis für eine Veräusserung der Aktien qualifiziert werden, als es die Handlungsfreiheit der Aktionäre während der massgeblichen Haltefrist einzuschränken vermag.²³⁵⁰ Zudem könnten die Eintragung des Aktionärs ins Aktienbuch sowie die erforderliche Erklärung hinsichtlich der wirtschaftlichen Berechtigung gegenüber der Gesellschaft ebenso als faktische Verpflichtungen qualifiziert werden. Eine irgendwie geartete faktische Verpflichtung würde gegen Art. 680 Abs. 1 OR verstossen, wenn sie das wirtschaftliche Risiko des Aktionärs erhöhte.²³⁵¹

1278 Meiner Meinung nach begründet die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht keine unzulässige faktische Verpflichtung der Aktionäre. Sie führt zu *keiner Beeinträchtigung der Willensbildung* oder -entschliessung der Aktionäre. Das Inaussichtstellen günstigerer Anleihsbedingungen beeinträchtigt die Aktionäre nicht in tatsächlicher Hinsicht in ihrer Entscheidungsfreiheit, ihre Mitgliedschaft aufrechtzuerhalten. Sie mögen einen Anreiz dafür setzen, dass sich die Aktionäre im Rahmen ihrer Willensbildung eher für das Aufrechterhalten ihrer Beteiligung statt für deren Veräusserung entscheiden. Die Bandbreite an Entscheidungsmöglichkeiten – Aufrechterhalten über teilweise Veräusserung bis hin zu vollumfänglicher Veräusserung – bleibt aber unverändert. Die Aktionäre können sich immer noch aus freiem Willen dafür entscheiden, ihre Beteiligung nicht langfristig zu halten und damit auf den tieferen Ausgabebetrag beim Bezug neuer Aktien zu verzichten. Es kann deshalb im Zusammenhang mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nicht von einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre gesprochen werden.

1279 Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht führt auch zu *keiner Einschränkung der Willensbetätigung* betreffend die Veräusserung der Aktien. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht dürfte die Veräusserung der Aktien der Gesellschaft nicht erschweren. Weil das Konzept neu ist, gibt es keine Erhebungen zu den Auswirkungen eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts auf die Liquidität der Aktien einer Gesellschaft, die das Konzept einführt.²³⁵² Im

²³⁵⁰ Zum Zusammenhang zwischen faktischen Hindernissen und der Aufrechterhaltung einer Beziehung zu einer Organisation gemäss dem Modell von HIRSCHMAN vgl. vorne Rz. 48.

²³⁵¹ Vgl. vorne Rz. 167.

²³⁵² Vgl. vorne Rz. 662 ff.

Vergleich zu Loyalitätsdividenden wirkt das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht befristet während der in den Anleihebedingungen umschriebenen Frist oder bis zur Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte durch die Aktionäre und nicht unbeschränkt in die Zukunft hinaus. Es ist deshalb schwer vorstellbar, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht einen stärkeren Einfluss auf die Liquidität des Aktienhandels hat als Loyalitätsdividenden. Soweit sich auch Loyalitätsdividenden nicht negativ auf die Veräusserbarkeit der Aktien auswirken, kann deshalb nicht gesagt werden, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht die Willensbetätigung der Aktionäre betreffend die Veräusserung ihrer Aktien einschränken. Die Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts verpflichtet die Aktionäre somit auch nicht faktisch.

Selbst wenn das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht zu einer Abnahme der Liquidität führt, begründet es keine faktische Verpflichtung der Aktionäre, zumal eine Abnahme der Liquidität nicht zwingend das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre erhöht. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht könnte wohl auch eine *beruhigende Wirkung auf den Handel* haben. Die Absicht hinter der Einführung von Begünstigungen für langfristig beteiligte Aktionäre liegt gerade darin, den Aktienumschlag zu reduzieren. Soweit das Handelsvolumen im Kapitalmarkt übermässig ist, ist das für die Aktionäre aber auch nicht unbedingt nachteilig. Im Weiteren wäre wohl nicht ganz klar, ob und inwieweit die Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags für sich gesehen kausal ist für die Abnahme der Liquidität, zumal sie durch verschiedene Faktoren beeinflusst wird. Und schliesslich wird die Möglichkeit der Aktionäre, die Aktien zu veräussern, stets gewahrt. Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, verbunden mit der Obliegenheit der Aktionäre, sich ins Aktienbuch eintragen zu lassen und eine Meldung zur wirtschaftlichen Berechtigung abzugeben, erhöht das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre nicht.²³⁵³ 1280

Zusammenfassend kann deshalb gesagt werden, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht keine faktische Verpflichtung der Aktionäre begründet – weder zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung noch in anderer Weise. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht begründet somit auch keine unzulässige faktische Nebenleistungspflicht. Es rechtfertigt sich meines Erachtens deshalb nicht, dessen Einführung vor dem Hintergrund des Nebenleistungsverbots grundsätzlich zu verbieten. 1281

²³⁵³ Vielmehr dient die Obliegenheit dem Schutz vor Umgehungen der Regelung, siehe vorne Rz. 1197.

1282 Es wäre hilfreich, wenn die Auswirkungen des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts auf die Liquidität – zumindest anhand von Modellen – weiter untersucht würden.²³⁵⁴ Es ist anzunehmen, dass die Auswirkungen des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts auf die Liquidität geringer ausfallen als diejenigen von Loyalitätsdividenden. Solange nicht nachgewiesen ist, dass Loyalitätsdividenden einen negativen und zugleich das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre steigernden Effekt auf die Liquidität haben, ist meines Erachtens auch die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nicht als Verstoß gegen das Nebenleistungsverbot zu qualifizieren.

cc) Zwischenfazit

1283 Nach der hier vertretenen Auffassung begründet das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gemäss dem dargelegten Grundmodell *keine unzulässige Nebenleistungspflicht*. Der Zweck des Schutzes vor ungewollten Verpflichtungen wird nicht verletzt. Das Nebenleistungsverbot schliesst demnach die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nicht grundsätzlich aus. Diese Erkenntnis gründet auf der verbreiteten und in Bezug auf die Zulässigkeit von statutarischen Vorkaufsrechten verwendeten Definition der Leistungspflicht.²³⁵⁵

1284 Die Lehre beurteilt die Leistungspflicht i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR zuweilen aber auch anders und steht der Zulässigkeit von Loyalitätsaktien im Allgemeinen kritisch gegenüber.²³⁵⁶ Geht man – entgegen der vorstehenden Erkenntnis – davon aus, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht einen Verpflichtungscharakter hat, verstösst es gegen Art. 680 Abs. 1 OR, wenn es per Mehrheitsbeschluss und somit gegen den Willen einer Minderheit der Aktionäre eingeführt wird. Beruht der Beschluss aber auf der *Zustimmung aller Aktionäre*, bleibt dieser Schutzzweck gewahrt. Weil das Nebenleistungsverbot in Bezug auf diesen Schutzzweck ein verzichtbares Recht ist, können die Aktionäre grundsätzlich mit einstimmigem Beschluss darüber verfügen.²³⁵⁷

1285 Die Zustimmung aller Aktionäre kann in *unterschiedlichen Konstellationen* gegeben sein. Die Zustimmung aller Aktionäre kann in den Gründungsstatuten ent-

²³⁵⁴ Es ist zu hoffen, dass der Bericht zum Postulat RK-S (18.4092) auch in diesem Punkt Klarheit schafft.

²³⁵⁵ Vgl. vorne Rz. 167.

²³⁵⁶ Vgl. vorne Rz. 884 Fn. 1738.

²³⁵⁷ Ein einstimmiger Beschluss ist gleichwohl rechtswidrig, sofern er gegen den Teilgehalt des Schutzes der freien Handelbarkeit der Aktie verstösst. Zum Gesagten siehe vorne Rz. 902.

halten sein. Alle an der Gesellschaft beteiligten Aktionäre können der Einführung aber auch nachträglich zustimmen. Die künftigen Aktionäre unterwerfen sich mit ihrem Beitritt zur Gesellschaft der statutarischen Ordnung der Gesellschaft und somit auch einer bereits beschlossenen bedingten Kapitalerhöhung mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. In diesen Fällen wird die bedingte Kapitalerhöhung mit einem tieferen Ausgabebetrag für langfristig beteiligte Aktionäre nicht gegen den Willen der beitretenden Aktionäre durchgeführt.²³⁵⁸

Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1286 entsprechend dem vorgestellten Grundmodell auferlegt den Aktionären nach hier vertretener Auffassung *keine zusätzlichen Pflichten* und wahrt deshalb den Schutz vor ungewollten Verpflichtungen. Sollte man das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht entgegen dieser Auffassung als eine Leistungspflicht begründend qualifizieren, bedürfte es der Zustimmung aller Aktionäre für die Einführung des entsprechenden bedingten Kapitals.

b) *Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und der Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien*

Der Zweck des Nebenleistungsverbots liegt im Weiteren in der *Gewährleistung 1287 der freien Handelbarkeit der Aktie*. Sind die Aktien frei handelbar, reduziert sich das Risiko der Aktionäre, weil sie sich stets auf Wunsch von ihrer Beteiligung trennen können. Die Gewährleistung einer möglichst uneingeschränkten Handelbarkeit der Aktie ist wichtig, weil der Aktionär kein Austrittsrecht hat. Die Veräusserung seiner Beteiligung ist deshalb faktisch die einzige Möglichkeit des Aktionärs, sich von der Gesellschaft zu trennen. Eine Einschränkung oder der Ausschluss der freien Handelbarkeit ist deshalb bereits aus aktienrechtlicher und persönlichkeitsrechtlicher Sicht nur innerhalb gewisser Schranken zulässig, soweit sie dem Schutz der Aktionäre dient. Weil sie darüber hinaus der Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Aktiengesellschaft und somit öffentlichen Interessen dient, ist eine weitere Einschränkung ausgeschlossen. Deshalb ist ein Verzicht auf die freie Handelbarkeit selbst dann nicht möglich, wenn er auf einem einstimmigen Beschluss der Aktionäre beruht.²³⁵⁹

Es muss vor diesem Hintergrund ermittelt werden, ob die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht zu einer *tatsächlichen Einschränkung* der freien Handelbarkeit der Aktie führt oder nicht.²³⁶⁰ Es ist indessen 1288

²³⁵⁸ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 903.

²³⁵⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 160 ff., 870 und 905 ff.

für die Vereinbarkeit mit dem Grundsatz der freien Handelbarkeit unerheblich, ob die Aktionäre der Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags zugestimmt haben oder nicht.

- 1289 Die Verkäuflichkeit der Aktie kann in *tatsächlicher Hinsicht* aufgrund unterschiedlicher Umstände erschwert sein.²³⁶¹ Um eine möglichst freie Handelbarkeit der Aktien zu gewährleisten, sollte das Risiko, das der Aktionär mit einer Mitgliedschaft eingeht, bestimmbar sein. Aus diesem Grund darf die Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht dem Verwaltungsrat auch kein Ermessen einräumen, weitere erschwerende Bedingungen zum Recht auf einen tieferen Ausgabebetrag einzuführen. Die Statuten müssen die Grundzüge der Regelung, an die der Verwaltungsrat beim Erstellen der Anleihsbedingungen gebunden ist, abschliessend bestimmen.²³⁶²
- 1290 Es ist unklar, ob die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht eine *tatsächliche Einschränkung der Handelbarkeit* der Aktien zur Folge hat. Ein negativer Effekt auf die Handelbarkeit der Aktie wäre allenfalls gegeben, wenn das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht die Attraktivität einer Mitgliedschaft in der Gesellschaft verringern und somit die Verkaufsmöglichkeiten der Aktionäre mindern würde. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewährt den langfristig beteiligten Aktionären gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären einen tieferen Ausgabebetrag neuer Aktien im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung.²³⁶³ Das bedeutet, dass diejenigen Wandel- oder Optionsberechtigten, welche die Aktien, aufgrund derer das Vorwegzeichnungsrecht gewährt wurde, im Zeitpunkt der Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts nicht mindestens zwei Jahre ununterbrochen gehalten haben, einen höheren Ausgabebetrag zahlen. Wurde das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht bereits gewährt, können neue Aktio-

²³⁶⁰ Zu einer rechtlichen Einschränkung der freien Handelbarkeit führt das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nicht, zumal die Verfügungsbefugnis des Aktionärs unberührt bleibt. Das rechtliche Dürfen des Aktionärs in Bezug auf die Übertragung seiner Mitgliedschaft wird nicht eingeschränkt.

²³⁶¹ Dazu gehören namentlich das mit einer Mitgliedschaft verbundene Risiko, die Rendite, die Zukunftsaussichten sowie ein ungenügender Minderheitenschutz. Siehe hierzu vorne Fn. 1785.

²³⁶² Dazu gehören namentlich die Voraussetzungen des Anspruchs auf einen tieferen Ausgabebetrag, Angaben zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zum Mass der Berechtigung; siehe hierzu vorne Rz. 1238 ff.; hinten Anhang 3.

²³⁶³ Genau genommen werden nicht langfristig beteiligte Aktionäre privilegiert, sondern Aktien, deren Eigentümer langfristig als solcher im Aktienbuch eingetragen ist.

näre sich ohnehin nicht an der bedingten Kapitalerhöhung beteiligen. Das Risiko einer Verwässerung ihrer Beteiligung ist deshalb nicht grösser, als wenn die Gesellschaft gewöhnliche Wandel- oder Optionsanleihen, d.h. solche ohne günstigere Anleihebedingungen, für langfristige Aktionäre ausstehend hat. Es bestehen deshalb keine Anhaltspunkte für eine Einschränkung der tatsächlichen Handelbarkeit der Aktien durch das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. Auch die Erkenntnisse im Zusammenhang mit den Auswirkungen von Loyalitätsdividenden lassen die Vermutung zu, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht keinen oder zumindest keinen wesentlichen negativen Effekt auf die freie Handelbarkeit der Aktien hat. Wenn schon Loyalitätsdividenden mutmasslich keine negativen Auswirkungen auf die Liquidität haben, ist nicht zu erwarten, dass das im Vergleich dazu nur befristet wirkende Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht sich stärker auf die Handelbarkeit der Aktien auswirkt.

Hat die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht trotzdem – und entgegen der vorstehenden Herleitung – eine nachteilige Auswirkung auf die Attraktivität der Mitgliedschaft in einer Gesellschaft, besteht die Wahrscheinlichkeit, dass damit auch die Handelbarkeit der Aktie beeinträchtigt wird. In diesem Falle wäre die Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ein *Verstoss gegen den Gesetzeszweck* von Art. 680 Abs. 1 OR – selbst wenn der Beschluss zu dessen Gewährung einstimmig war. Der Schutz der Aktionäre vor ungewollten Pflichten wird im Falle eines einstimmigen Beschlusses zwar nicht verletzt. Das ist aber in Bezug auf die freie Handelbarkeit der Aktie – den anderen Teilgehalt von Art. 680 Abs. 1 OR – nicht relevant. Weil die freie Handelbarkeit u.a. öffentlichen Interessen dient, kann der Aktionär nicht mittels Zustimmung darauf verzichten.²³⁶⁴ 1291

3. Rechtsfolgen eines Verstosses

Geht man – entgegen der hier vertretenen Meinung – davon aus, dass ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gegen Art. 680 Abs. 1 OR verstösst, ist darzulegen, welche Rechtsfolgen ein solcher Verstoss nach sich zieht.²³⁶⁵ 1292

²³⁶⁴ Vgl. vorne Rz. 870.

²³⁶⁵ Das kann zum einen der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht den Aktionären eine (faktische) Leistungspflicht auferlegt. Es kann zum anderen der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gegen den Grundsatz der freien Handelbarkeit der Aktie verstösst.

a) Nichtigkeit

aa) Nichtigkeitsgrund

- 1293 Nach weitgehend einhelliger Auffassung in der Lehre führt ein Verstoss gegen das Nebenleistungsverbot als *Verstoss gegen eine zwingende Gesetzesbestimmung* zur Nichtigkeit der betroffenen Statutenbestimmung.²³⁶⁶ Diese Rechtsfolge hängt mit der zwingenden Natur des Nebenleistungsverbots zusammen.²³⁶⁷
- 1294 Geht man von einem Verpflichtungscharakter des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts aus, wäre eine entsprechende Statutenbestimmung zum bedingten Kapital nichtig, zumal das Nebenleistungsverbot diesfalls regelmässig in Bezug auf die *beide Teilgehalte verletzt* sein dürfte. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht könnte als eine faktische Verpflichtung qualifiziert werden, weil es den Aktionären einen Rechtsnachteil auferlegt, wenn sie ihre Beteiligung nicht längerfristig aufrechterhalten. Beeinträchtigt dieser Umstand die Handelbarkeit der Aktien und somit die Liquidität, verletzt das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht den Grundsatz der möglichst freien Handelbarkeit der Aktien. In Bezug auf diesen Teilgehalt ist Art. 680 Abs. 1 OR als zwingendes Recht ausgestaltet. Soweit das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht die freie Verkäuflichkeit der Aktie einschränkt, ist die entsprechende Statutenbestimmung zum bedingten Kapital teilweise nichtig – unabhängig vom Vorliegen der Zustimmung der Aktionäre.
- 1295 Der Beschluss zur Einführung des bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und die damit verbundene Statutenbestimmung wären lediglich *teilweise nichtig*. Die Nichtigkeit betreffe denjenigen Teil des Beschlusses und der Statutenbestimmung, der gegen den Grundsatz der freien Handelbarkeit verstösst.²³⁶⁸ In Bezug auf ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht würde das bedeuten, dass lediglich die Auflage, wonach langfristig beteiligten Aktionären ein tieferer Ausgabebetrag gewährt wird, nichtig wäre. Der Rest des Ermächtigungsbeschlusses bleibt gültig, zumal er nicht gegen zwingendes Recht verstösst. Der Verwaltungsrat dürfte langfristig beteiligte Aktionäre in den Anlehensbedingungen dementsprechend auch nicht begünstigen.
- 1296 Wäre ein Beschluss zur Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht teilweise nichtig, wäre der betroffene Teil *ex tunc unwirksam*.

²³⁶⁶ Vgl. vorne Rz. 916.

²³⁶⁷ Vgl. Art. 706b Ziff. 1 OR.

²³⁶⁸ Vgl. vorne Rz. 1128.

Die Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses besteht von Gesetzes wegen und ist grundsätzlich nicht heilbar.²³⁶⁹

bb) Verfahren

Die allfällige Nichtigkeit des Generalversammlungsbeschlusses betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht könnte in unterschiedlichen Verfahren zum Tragen kommen. In der Regel dürfte die Prüfung der Nichtigkeit in der *Zuständigkeit des Richters* liegen. Eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist nicht offensichtlich rechtswidrig. Erst wenn allfällige negative Auswirkungen auf die Liquidität und somit die Handelbarkeit der Aktie nachgewiesen sind, wäre mit der Gewährleistung der freien Handelbarkeit ein im öffentlichen Interesse liegender Teilgehalt des Nebenleistungsverbots verletzt. Um diese Auswirkungen nachzuweisen, sind indessen komplexe rechtsökonomische Überlegungen erforderlich. Deren Einbezug liegt ausserhalb des Zwecks des Eintragungsverfahrens und übersteigt die Prüfungsbefugnis des Handelsregisterführers. Die Prüfung der Nichtigkeit eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts dürfte deshalb in der Regel dem Richter vorbehalten sein.²³⁷⁰ 1297

Ein Urteil, das die Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses festhält, entfaltet *Wirkung gegenüber jedermann*. Deshalb sind weitere Klagen gegen den entsprechenden Beschluss gegenstandslos.²³⁷¹ 1298

Soweit ein Beschluss und eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht teilweise als nichtig beurteilt werden, fallen sie spätestens mit der erfolgreichen Geltendmachung im Umfang des ungültigen Teils *ex tunc* dahin.²³⁷² 1299

b) Konversion

Eine Konversion des nichtigen Teils der betroffenen Statutenbestimmung in eine vertragliche Vereinbarung zwischen der Gesellschaft und den zustimmenden Aktionären ist ausgeschlossen. Die Konversion setzt voraus, dass die sondervertragliche Vereinbarung einen *ähnlichen Zweck und Erfolg* hat wie die nichtige Statutenbestimmung.²³⁷³ 1300

²³⁶⁹ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 918.

²³⁷⁰ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 919 ff.

²³⁷¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 922.

²³⁷² Zum Ganzen vgl. vorne Fn. 2151.

- 1301 Angesichts des Ermessensspielraums des Verwaltungsrats bei der Festsetzung von Wandel- und Optionsbedingungen ist es denkbar, dass langfristig beteiligte Aktionäre auch ohne entsprechende statutarische Grundlage zum Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht begünstigt werden können. Wenn der Verwaltungsrat die günstigeren Bedingungen gleichermassen allen Aktionären mittels separater Vereinbarung zu den Anleihsbedingungen gewährt, dürften sich *Wirkungskreis und Wirkungsweise* eines statutarischen und eines vertraglichen Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts überschneiden.
- 1302 Die Konversion einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht in eine vertragliche Regelung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre im Rahmen der vertraglichen Vereinbarung ist somit nicht ausgeschlossen.

4. Fazit

- 1303 Ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht begründet *keine Leistungspflicht* i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR. Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht auferlegt dem Verwaltungsrat die Pflicht, langfristig beteiligten Aktionären gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären einen tieferen Ausgabebetrag von neuen Aktien bei der Ausübung von Wandel- oder Optionsanleihen zu gewähren. Der tiefere Ausgabebetrag gilt für denjenigen Teil der dem Aktionär zustehenden neuen Aktien, der dem Anteil langfristig von ihm gehaltener Aktien entspricht. Das Vorwegzeichnungsrecht selbst steht allen Aktionären weiterhin im gesetzlichen Umfang zu. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht führt demnach nicht zu einer rechtlichen Erschwerung der Aktionärsstellung und auch nicht – oder zumindest nicht zwingend – zu einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre. Selbst wenn dem so wäre, würde das wirtschaftliche Risiko des Aktionärs durch eine bedingte Kapitalerhöhung mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nicht erhöht. Der Normzweck des Nebenleistungsverbots wird somit nicht verletzt.
- 1304 Sollte ein *Verpflichtungscharakter* trotzdem bejaht werden, läge ein Verstoss gegen das Nebenleistungsverbot vor, wenn erstens nicht alle Aktionäre der bedingten Kapitalerhöhung mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht zugestimmt haben oder zweitens die Regelung die Handelbarkeit der Aktien einschränkt. Es genügt für die Unzulässigkeit, wenn eine dieser Voraussetzungen nicht erfüllt ist. Schränkt das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht die Handelbarkeit der Aktien ein, ändert die Zustimmung aller Aktionäre nichts an der Unzulässigkeit, zumal die Gewährleis-

²³⁷³ Zu den Voraussetzungen der Konversion siehe vorne Rz. 175.

tung der freien Handelbarkeit im öffentlichen Interesse liegt und somit der Disposition der Aktionäre entzogen ist. Stimmen die Aktionäre der Regelung mehrheitlich, aber nicht einstimmig zu, entfaltet die Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht auch dann keine Rechtswirkung, wenn sie die Handelbarkeit der Aktien nicht einschränkt.

1305
Geht man – entgegen der hier vertretenen Auffassung – von einem Verpflichtungscharakter des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts aus, unterscheiden sich die *Rechtsfolgen* je nach Konstellation. Ist der Teilgehalt der Gewährleistung der freien Handelbarkeit verletzt, führt das zur teilweisen Nichtigkeit des Beschlusses und der Statutenbestimmung betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, weil das Nebenleistungsverbot in dieser Hinsicht zwingend ist. Die Nichtigkeit bezieht sich lediglich auf die Auflage, dass der Verwaltungsrat den Ausgabebetrag für langfristig beteiligte Aktionäre tiefer ansetzen muss. Die Nichtigkeit ist von Amtes wegen zu berücksichtigen, kann aber auch von jedermann in einem gerichtlichen Verfahren geltend gemacht werden. Ist dieser Teilgehalt nicht verletzt, stimmen aber nicht alle Aktionäre der Regelung zu, ist der Beschluss zur Einführung der Statutenbestimmung teilweise anfechtbar. Eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erwächst in diesem Falle nach Ablauf der zweimonatigen Anfechtungsfrist in Rechtskraft.²³⁷⁴

1306
Wird eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erfolgreich angefochten oder für nichtig erklärt, ist eine *Konversion denkbar*. Eine vertragliche Vereinbarung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre im Rahmen der Anleihsbedingungen verfolgt einen ähnlichen Zweck wie ein in den Statuten verankertes Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. Der Wirkungskreis dürfte bei einem statutarischen Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht letztlich gleich sein wie bei einem vertraglich gewährten tieferen Ausgabebetrag. In beiden Fällen wirkt die Regelung gegenüber allen Anleihsogläubigern. Auch die Wirkungsweise ist identisch. In beiden Fällen kann der Anleihsogläubiger die neuen Aktien zu einem tieferen Ausgabebetrag zeichnen.

1307
Weil das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nach dem in dieser Arbeit dargelegten Modell keinen Verpflichtungscharakter aufweist, verstösst es nicht gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten gemäss Art. 680 Abs. 1 OR.

²³⁷⁴ Vgl. Art. 706a Abs. 1 OR.

C. Verbot der Ungleichbehandlung

1. Ausgestaltung des Gleichbehandlungsgebots

- 1308 Ein Beschluss und eine Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht könnten gegen das *Gleichbehandlungsgebot* verstossen.²³⁷⁵ Es ist deshalb zunächst in Erinnerung zu rufen, inwieweit das Aktienrecht Abweichungen vom Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre in Bezug auf die Anleiensbedingungen im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung zulässt.
- 1309 Das Gleichbehandlungsgebot gewährt den Aktionären einer Gesellschaft grundsätzlich ein *Recht auf Gleichbehandlung*. Der Grundsatz der Gleichbehandlung soll verhindern, dass bei Eingriffen in die Rechtsstellung der Aktionäre, Partizipanten oder Wandel- und Optionsberechtigten Einzelinteressen verfolgt oder Sondervorteile zugunsten einzelner Aktionäre geschaffen werden. Er hat eine einheitliche Bedeutung, auch wenn er sich in unterschiedlichen Bestimmungen an die Generalversammlung (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR) und an den Verwaltungsrat (Art. 717 Abs. 2 OR) richtet. Das ist beim Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht von Bedeutung, weil sowohl die Generalversammlung als auch der Verwaltungsrat an der Durchführung einer bedingten Kapitalerhöhung beteiligt sind. Die Generalversammlung beschliesst die Statutenbestimmung. Der Verwaltungsrat legt im Rahmen dieses Beschlusses die Anleiensbedingungen fest. Das Gleichbehandlungsgebot verlangt in der Regel, mithin auch in Bezug auf das Vorwegzeichnungsrecht, die relative Gleichbehandlung der Aktionäre und Partizipanten.²³⁷⁶ Auch Wandel- und Optionsberechtigte haben unter gewissen Umständen einen Anspruch auf Gleichbehandlung mit den Aktionären.²³⁷⁷ Die Stellung der Wandel- oder Optionsberechtigten darf beeinträchtigt werden, wenn die Beeinträchtigungen gleichermassen die bisherigen Aktionäre treffen.²³⁷⁸
- 1310 Bei der Beurteilung, ob eine Ungleichbehandlung vorliegt, sind die *Auswirkungen eines Beschlusses* zu untersuchen. Unter dem Gleichbehandlungsgebot unzulässig sind somit Generalversammlungsbeschlüsse oder Handlungen des Verwaltungsrats, die eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken. Es geht mit anderen Worten um eine materielle und nicht um eine formelle Gleichbehandlung.²³⁷⁹

²³⁷⁵ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²³⁷⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 937 ff.

²³⁷⁷ Vgl. Art. 653d OR.

²³⁷⁸ ZK-CRAMER, Art. 653d OR, N 11.

²³⁷⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 948.

Abweichungen vom Gleichbehandlungsgrundsatz können gerechtfertigt werden, wenn sie ein verhältnismässiges Mittel zur Verfolgung eines Zwecks sind, der im *Gesellschaftsinteresse* liegt. Es stehen demnach die Kriterien der Zweckmässigkeit und der Verhältnismässigkeit im Vordergrund.²³⁸⁰ 1311

Das Kriterium der *Zweckmässigkeit* erfordert zweierlei: Erstens muss die durch einen Beschluss bewirkte Ungleichbehandlung dem Endzweck der Gesellschaft dienen. Zweitens muss der Beschluss selbst im Interesse der Gesellschaft liegen.²³⁸¹ 1312

Darüber hinaus muss der Beschluss dem Kriterium der *Verhältnismässigkeit* entsprechen. Der Beschluss muss ein geeignetes, erforderliches und verhältnismässiges Mittel zum Erreichen des ihm zugrunde liegenden Ziels sein. Ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, muss im Regelfall geeignet sein, im Rahmen des Gesellschaftszwecks einen Beitrag zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts zu leisten. Er muss das mildeste Mittel zum Erreichen der dem Beschluss zugrunde liegenden Zielsetzung sein. Er muss aber nicht zwingend unerlässlich sein für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses. Und er muss im engeren Sinne verhältnismässig sein, d.h. ein vernünftiges Verhältnis zwischen seinem Zweck und dem Eingriff in die Rechte der betroffenen Aktionäre haben.²³⁸² 1313

2. Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und Gleichbehandlungsgebot

Es wird untersucht, ob ein Ermächtigungsbeschluss zur Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht das Gebot der Gleichbehandlung wahrt und somit nicht nach Massgabe von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR anfechtbar ist. In einem ersten Schritt geht es um die Frage, ob die Einführung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts überhaupt zu einer Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes führt. In einem zweiten Schritt ist zu erörtern, ob eine allfällige Ungleichbehandlung durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigt werden kann. 1314

a) *Vorliegen einer Ungleichbehandlung?*

Zunächst ist festzuhalten, dass eine Ungleichbehandlung der Aktionäre im Zusammenhang mit dem Vorwegzeichnungsrecht *kein Verstoss gegen zwingendes Recht* 1315

²³⁸⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 951 ff.

²³⁸¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 959.

²³⁸² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 962 ff.

darstellt. Der Ausgangspunkt für die Zuweisung der vermögensmässigen Rechte ist das Prinzip der Kapitalproportionalität. Das bedeutet, dass der Aktionär im Falle einer Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen grundsätzlich einen Anspruch auf Zeichnung der Anleihen entsprechend seiner bisherigen Beteiligung hat.²³⁸³ Dieses Vorwegzeichnungsrecht kann beschränkt oder aufgehoben werden, wenn ein wichtiger Grund vorliegt oder wenn die Aktien an einer Börse kotiert sind und die Obligationen zu angemessenen Bedingungen ausgegeben werden.²³⁸⁴ Die Aufhebung und die Einschränkung des Vorwegzeichnungsrechts müssen im Interesse der Gesellschaft liegen und verhältnismässig sein.²³⁸⁵ Und sie muss den Gleichbehandlungsgrundsatz wahren.²³⁸⁶ Auch bei der Festsetzung der Anleihebedingungen und insbesondere des Ausgabebetrags ist der Gleichbehandlungsgrundsatz zu beachten.²³⁸⁷ Vor dem Hintergrund, dass sowohl das Vorwegzeichnungsrecht als auch das Recht auf gleiche Anleihebedingungen nicht absolut gelten, sind sie keine zwingenden Rechte.²³⁸⁸ Einschränkungen sind somit unter Wahrung des Gleichbehandlungsgebots zulässig.²³⁸⁹

- 1316 Im Weiteren ist festzuhalten, dass die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht eine Ungleichbehandlung von Aktionären bewirken würde. Langfristig beteiligte Aktionäre hätten gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären einen vermögensmässigen Vorteil in der Höhe des tieferen Optionspreises. Der Massstab zur Ermittlung einer Ungleichbehandlung ist im Aktienrecht die *Kapitalbeteiligung*. Mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht wird gewissen Aktionären aufgrund der Haltedauer ihrer Beteiligung ein Vorteil gewährt. Es liegt somit eine Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes vor.

²³⁸³ Vgl. Art. 653c Abs. 2 OR.

²³⁸⁴ Art. 653c Abs. 3 OR.

²³⁸⁵ Vgl. ZK-CRAMER, Art. 653c OR, N 20 (mit einer Aussage zu den Anforderungen an den Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechts); das Bundesgericht prüft die Erforderlichkeit wohl unter dem Titel der schonenden Rechtsausübung (zum wichtigen Grund beim Bezugsrechtsausschluss vgl. BGE 121 III 219 E. 1d/cc, S. 230).

²³⁸⁶ Vgl. Art. 653c Abs. 4 OR.

²³⁸⁷ Nach neuem Recht im Zusammenhang mit Aktionärsoptionen gem. Art. 653c Abs. 1 i. V.m. Art. 652b Abs. 4 OR. Dem Wortlaut und der Systematik von Art. 653c Abs. 1 OR zufolge gilt dieser Verweis nicht, wenn die Optionsrechte nicht ausschliesslich den Aktionären eingeräumt werden, sondern ihnen lediglich Optionsanleihen gem. Art. 653c Abs. 2 OR vorweg zur Zeichnung angeboten werden.

²³⁸⁸ Vgl. Art. 706b Ziff. 1 OR.

²³⁸⁹ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

b) *Rechtfertigung der Ungleichbehandlung*

Die durch die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht bewirkte Ungleichbehandlung ist gerechtfertigt, wenn sie *zweckmässig* und *verhältnismässig* ist. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht muss in Bezug auf den ihm zugrunde liegenden Zweck geeignet, erforderlich und verhältnismässig sein. Es muss aber nicht entscheidend für den Erhalt oder die Entwicklung der Gesellschaft sein.²³⁹⁰ 1317

aa) *Zweckmässigkeit*

Das Ziel der Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts im Zusammenhang mit dem bedingten Kapital liegt im Gesellschaftsinteresse und ist somit zweckmässig.²³⁹¹ Hinter der Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht steht die Absicht, langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern. Es soll ein in Bezug auf die Haltedauer ausgewogenes, stabiles Aktionariat geschaffen werden.²³⁹² Die Studienlage deutet in der Tendenz auf die *Vorteile langfristig beteiligter Aktionäre* gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären hin.²³⁹³ Es dürfte somit im Interesse einer Aktiengesellschaft liegen, eine in Bezug auf die Haltedauer ausgewogene und somit durchschnittlich langfristig orientierte Aktionärsbasis zu schaffen.²³⁹⁴ Diese dient insbesondere dann dem Gesellschaftszweck, wenn die Gesellschaft gemäss den Statuten die Schaffung von langfristigem, nachhaltigem Wert anstrebt.²³⁹⁵ Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erfüllt somit das Kriterium der Zweckmässigkeit. 1318

Es muss darauf geachtet werden, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht keine Auswirkungen hat, die nicht im Interesse der Gesellschaft liegen. Neben dem Interesse der Gesellschaft an einer ausgewogenen Aktionärsbasis könnte das Loyalitäts-

²³⁹⁰ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 951 ff.

²³⁹¹ Zum Kriterium der Zweckmässigkeit siehe vorne Rz. 951 ff.

²³⁹² Zudem wird damit auch eine Verbesserung der Identifizierung von und der Kommunikation mit den Aktionären angestrebt.

²³⁹³ Siehe vorne Rz. 485.

²³⁹⁴ Siehe vorne Rz. 563.

²³⁹⁵ Vgl. die Beispiele vorne in Fn. 1910. Es ist aber nicht erforderlich, dass die Statuten sich ausdrücklich zur langfristigen Wertschöpfung äussern, zumal der Endzweck jeder gewinnstrebigen Aktiengesellschaft das Schaffen von Mehrwert ist und das Gesellschaftsinteresse in der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts liegt (vgl. vorne Rz. 115).

vorwegzeichnungsrecht zur *Passivität der Aktionäre* und somit zu einer grösseren Freiheit der Geschäftsführung beitragen. Ein finanzieller Anreiz zum Aufrechterhalten der Beteiligung verringert die Wahrscheinlichkeit, dass die Aktionäre ihre Beteiligung veräussern. Weil dadurch die Drohung eines Verkaufs weniger wirksam wird, könnte das dazu führen, dass die Leitungsorgane weniger auf die Kritik der Aktionäre reagieren. Das könnte wiederum zur Folge haben, dass Aktionäre ihre Kontrolle nur zurückhaltend wahrnehmen und passiv bleiben.²³⁹⁶ Die grössere Freiheit der Leitungsorgane kann – muss aber nicht – dazu führen, dass die Interessen der Gesellschaft weniger gut gewahrt werden. Es muss deshalb bei der Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht darauf geachtet werden, dass ein wirksamer Widerspruchsmechanismus besteht.²³⁹⁷ Zudem darf die Privilegierung in der Form des tieferen Ausgabebetrags nicht übermässig sein. Anderenfalls könnte das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht die Passivität der Aktionäre fördern und das Mass der Kontrolle der Leitungsorgane reduzieren. Immerhin scheint das Risiko beim Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht auf den ersten Blick weniger gross zu sein als bei der Einführung von Loyalitätsdividenden, zumal die Privilegierung auf die Dauer der bedingten Kapitalerhöhung befristet ist.

bb) Eignung

- 1320 Die Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags mittels Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist der Theorie zufolge geeignet, die Aktionäre zum *langfristigen Aufrechterhalten ihrer Beteiligung* zu bewegen. Erstens sind finanzielle Anreize geeignet, das Verhalten der Teilnehmer am Kapitalmarkt und somit u.a. der Aktionäre zu beeinflussen. Soweit die Höhe des finanziellen Anreizes bekannt ist, können die Aktionäre den wirtschaftlichen Wert des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts bewerten. Ihre Bewertung kann in die Interessenabwägung in Bezug auf das Halten oder Verkaufen ihrer Beteiligung einfließen und diese zugunsten des Haltens beeinflussen.²³⁹⁸ Zweitens dient die Voraussetzung der minimalen Haltedauer von mindestens zwei Jahren als Anreiz für die Aktionäre, ihre Beteiligung langfristig aufrechtzuerhalten.²³⁹⁹ Ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, mit dem den Aktionären im Verhältnis zum langfristig gehaltenen Teil ihrer Aktien ein tie-

²³⁹⁶ Zum Gesagten vgl. vorne Fn. 2177.

²³⁹⁷ Der Umstand, dass die Aktionäre sich ins Aktienbuch eintragen lassen müssen, um vom tieferen Ausgabebetrag zu profitieren, legt die Grundlage für eine direkte Kommunikation zwischen Aktionären und Geschäftsleitung.

²³⁹⁸ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 665.

²³⁹⁹ Zur Begründung der minimalen Haltedauer siehe vorne Rz. 230, 319.

ferer Ausgabebetrag für die neuen Aktien gewährt wird, eignet sich somit zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.

Der theoretische Zusammenhang zwischen der Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags und langfristigen Aktionärsbeteiligungen lässt sich noch nicht mit Erfahrungen aus der Unternehmenspraxis bestätigen. Weil es sich um ein neues Konzept handelt, gibt es noch *keine empirischen oder anekdotischen Erkenntnisse*, die diesen Zusammenhang belegen. Immerhin lässt das Beispiel der Emission von Loyalitätsoptionen durch die französische Gesellschaft Michelin S.C.A. in den 1990er-Jahren vermuten, dass eine Begünstigung im Zusammenhang mit dem Optionsrecht die Aktionäre zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung bewegen kann.²⁴⁰⁰ Zudem lassen die Erkenntnisse zu den Auswirkungen von Loyalitätsdividenden vermuten, dass auch das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht Aktionäre zu längerem Halten der Beteiligung bewegen kann. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht wirkt zwar nicht auf unbestimmte Zeit in die Zukunft, aber immerhin während einer mehrjährigen Dauer. Zudem vermittelt es den Berechtigten ebenfalls einen finanziellen Vorteil. Ohne diese Frage eingehend untersuchen zu können, kann angesichts der vereinzelt Erfahrungen mit Loyalitätsoptionen und Loyalitätsdividenden in der Praxis vermutet werden, dass auch das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht sich positiv auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen einer Gesellschaft auswirken kann. Es besteht aber eine Wahrscheinlichkeit, dass ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht angesichts der zeitlichen Befristung weniger geeignet ist zur Zielerreichung als Loyalitätsdividenden. 1321

Damit das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht tatsächlich zu längeren Aktionärsbeteiligungen beiträgt, muss die Gesellschaft einen *Schutz vor Umgehungen* vorsehen. Trifft die Gesellschaft entsprechende Vorkehrungen, kann davon ausgegangen werden, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht geeignet ist zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.²⁴⁰¹ 1322

²⁴⁰⁰ Zu diesem Beispiel siehe vorne Rz. 669. Es geht dort aber um Aktionärsoptionen, d.h. um Optionen, die ohnehin zur Emission an die Aktionäre gedacht waren und ihnen nicht bloss vorweg zur Zeichnung angeboten wurden.

²⁴⁰¹ Denkbar ist z.B. eine Umgehung mittels treuhänderischer Übertragung der Aktionärsstellung. Zur Verhinderung der Umgehung könnten Gesellschaften vor der Gewährung des tieferen Optionspreises eine Bestätigung der Aktionäre betreffend die wirtschaftliche Berechtigung verlangen. Siehe hierzu vorne Rz. 1197.

cc) Erforderlichkeit

1323 Die Einführung von unmittelbaren finanziellen Anreizen für Aktionäre ist das *mildeste geeignete Mittel* und somit erforderlich zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Eine verstärkte Kommunikation mit den Aktionären mag theoretisch dazu beitragen, dass diese künftige Erträge weniger stark abzinsen und der Druck auf die Gesellschaft zum Erzielen kurzfristiger Erträge abnimmt. In der Praxis ist es ohne finanziellen Anreiz aber schwierig, die Aktionäre tatsächlich zum langfristigen Halten der Beteiligung zu bewegen. Weitere Konzepte, die auf einer Förderung und Begünstigung mit finanziellen Anreizen basieren, wie z.B. Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechte und Loyalitätsoptionen, können ebenfalls zur Stabilisierung des Aktionariats beitragen. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht mag eine eingeschränkte Wirkungsdauer – die Dauer der bedingten Kapitalerhöhung – haben und somit weniger geeignet sein zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen als Loyalitätsdividenden. Es ist aber immer noch als geeignetes und mildes Mittel zu qualifizieren.

dd) Verhältnismässigkeit im engeren Sinne

1324 Schliesslich ist die Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts nach dem dargestellten Modell ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Das Mittel und die dadurch bewirkte Ungleichbehandlung müssen in einem *vernünftigen Verhältnis* zum angestrebten Zweck der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen stehen.²⁴⁰² Die Begünstigung, d.h. das Verhältnis zwischen dem ordentlichen und dem tieferen Ausgabebetrag für langfristig beteiligte Aktionäre, muss sorgfältig festgelegt werden. Sie sollte so festgelegt werden, dass sie genügend hoch ist, um tatsächlich einen Anreiz für das langfristige Halten der Beteiligung zu setzen, und genügend tief, um nicht dem Gebot der schonenden Rechtsausübung zuwiderzulaufen.

1325 Ein um bis zu *20% tieferer Ausgabebetrag* erscheint noch verhältnismässig. In der Lehre wird im Zusammenhang mit einem Ausschluss des Bezugsrechts vertreten, dass die Gesellschaft je nach Umständen einen ca. 5–10% unter dem Marktwert liegenden Ausgabebetrag festlegen darf.²⁴⁰³ Im Zusammenhang mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht wird das Vorwegzeichnungsrecht allen Aktionären ge-

²⁴⁰² Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 971 f.

²⁴⁰³ Siehe vorne Rz. 1159.

währt und nicht aufgehoben. Jedoch wird den langfristig beteiligten Aktionären ein tieferer Ausgabebetrag gewährt. Weil die Rechtsposition der kurzfristig beteiligten Aktionäre weniger stark tangiert ist, als wenn ihr Vorwegzeichnungsrecht ausgeschlossen wäre, erscheint auch ein etwas über 10% tieferer Ausgabebetrag noch verhältnismässig. Der Nationalrat ist im Rahmen der Aktienrechtsrevision wohl davon ausgegangen, dass ein *bis zu 20% tieferer Ausgabebetrag* für langfristig beteiligte Aktionäre verhältnismässig ist.²⁴⁰⁴ Der tiefere Ausgabebetrag sollte höchstens einen Bruchteil des ordentlichen Ausgabebetrags tiefer sein. Läge er in der Nähe der Hälfte des ordentlichen Ausgabebetrags oder gar höher, könnte das als faktische Aufhebung des Vorwegzeichnungsrechts im Zusammenhang mit kurzfristig gehaltenen Aktien qualifiziert werden.²⁴⁰⁵ Vor dem Hintergrund des Gesagten erscheint die Gewährung eines um 20% tieferen Ausgabebetrags noch verhältnismässig.

ee) Zwischenfazit

Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1326 kann ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sein. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erscheint angesichts seiner zeitlich befristeten Wirkung auf die Dauer der bedingten Kapitalerhöhung weniger geeignet zur Zielerreichung als Loyalitätsdividenden. Die Modalitäten der Privilegierung müssen in einem *vernünftigen Verhältnis* zur Einschränkung des Rechts auf Gleichbehandlung der Aktionäre bei der Ausgestaltung der Anleihsbedingungen stehen.

Nach dem Gesagten ist die Gewährung eines *bis zu 20% tieferen Ausgabebetrags* 1327 für neue Aktien ab einer minimalen Haltedauer von zwei Jahren ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Ein Generalversammlungsbeschluss und eine Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, die sich an diese Eckwerte halten, mögen eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken, können aber sachlich gerechtfertigt werden. Sie dienen der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Interesse der Gesellschaft und sind somit zweckmässig.²⁴⁰⁶

²⁴⁰⁴ Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis} i.V.m. Art. 652b Abs. 5 E-OR N 2020.

²⁴⁰⁵ Insofern als die Ausübung des Optionsrechts im Zusammenhang mit kurzfristig gehaltenen Aktien angesichts des höheren Optionspreises derart unattraktiv wäre, dass die betroffenen Aktionäre stattdessen eine Verwässerung ihrer Beteiligung hinnähmen.

²⁴⁰⁶ Für ein ähnliches Fazit in Bezug auf Informationsprivilegien für langfristig orientierte Grossaktionäre vgl. HOFSTETTER, Gleichbehandlung, 228 ff.

Ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, das den Aktionären einen tieferen Ausgabebetrag für die neuen Aktien gewährt, ist, indem es finanzielle Anreize setzt, geeignet, Aktionäre – zumindest während einer befristeten Dauer – zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung zu bewegen. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gehört zu den mildesten unter den geeigneten Mitteln zur Zweckverfolgung. Und es ist – sofern beschränkt auf ein vernünftiges Mass – ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.

3. Rechtsfolgen eines Verstosses

a) *Anfechtbarkeit*

aa) Anfechtungsgrund

1328 Folgt man – entgegen der hier vertretenen Meinung – der Auffassung, dass der Beschluss betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gegen das Gleichbehandlungsgebot verstösst, ist darzulegen, welche Rechtsfolgen ein solcher Verstoss nach sich zieht.²⁴⁰⁷

1329 Ein Verstoss gegen das Gebot der relativen Gleichbehandlung im Aktienrecht führt zur *Anfechtbarkeit* des entsprechenden Generalversammlungsbeschlusses. Das ergibt sich aus dem Wortlaut der Bestimmungen zur Anfechtungsklage.²⁴⁰⁸ Eine Ungleichbehandlung durch die Festsetzung unterschiedlich hoher Ausgabebeträge ist kein Nichtigkeitsgrund.²⁴⁰⁹ Erstens ist der Anspruch der Aktionäre auf einen einheitlichen Ausgabebetrag im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung kein zwingend gewährtes Recht.²⁴¹⁰ Aus dem Gesetz geht nicht hervor, dass die Festlegung unterschiedlich hoher Ausgabebeträge grundsätzlich unzulässig ist.²⁴¹¹ Zweitens

²⁴⁰⁷ Das kann z.B. der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen nicht im Interesse der Gesellschaft liegt. Oder es kann der Fall sein, wenn man das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht als nicht verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen erachtet.

²⁴⁰⁸ Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²⁴⁰⁹ Vgl. Art. 706b OR. Genau genommen legt die Generalversammlung im Rahmen der Statutenbestimmung zum bedingten Kapital nur die Grundlage für die Gewährung unterschiedlicher Optionspreise. Der Verwaltungsrat legt die Optionspreise im Rahmen der Vorgaben der Generalversammlung in den Anleihsbedingungen fest.

²⁴¹⁰ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 1 OR.

²⁴¹¹ Vgl. 653c OR. Vielmehr sind gar Einschränkungen des Vorwegzeichnungsrechts unter bestimmten Voraussetzungen zulässig. Aus einem Schluss *a maiore ad minus* ergibt sich m.E., dass eine Begünstigung bestimmter Aktionäre im Rahmen der Anleihs-

ist das Vorwegzeichnungsrecht kein Kontrollrecht.²⁴¹² Und drittens missachtet die Einführung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts weder die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft noch verstösst sie gegen die Bestimmungen zum Kapitalschutz.²⁴¹³

bb) Verfahren

Im Rahmen eines Anfechtungsprozesses ist die *Beweislast geteilt* je nach Tatsache. 1330 Der klagende Aktionär muss die anspruchsbegründenden Tatsachen beweisen.²⁴¹⁴ Er muss namentlich darlegen, dass der Beschluss betreffend Gewährung unterschiedlicher Ausgabebeträge für neue Aktien im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirkt. Die beklagte Gesellschaft muss demgegenüber nachweisen, dass die Ungleichbehandlung der Aktionäre gerechtfertigt ist, mithin im Interesse der Gesellschaft liegt und verhältnismässig ist. Die Gesellschaft kann diesen Nachweis mit Hinweisen auf die ökonomische Theorie zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt, die empirischen Erkenntnisse hierzu im Allgemeinen und – per Analogieschluss – die anekdotischen Beweise betreffend Loyalitätsdividenden und -optionen im Besonderen erbringen.²⁴¹⁵ Sie muss zum einen darlegen, dass die Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts durch die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen einen Beitrag zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts leistet. Und sie muss zum anderen darlegen, dass das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ein geeignetes, erforderliches und verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ist. Das ist nach der hier vertretenen Auffassung der Fall, sofern der Beschluss zum bedingten Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht dem vorliegend dargestellten Grund-

bedingungen auch zulässig ist, sofern sie nicht unsachlich ist, d.h. im Interesse der Gesellschaft liegt.

²⁴¹² Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 2 OR. Zu entsprechenden Beispielen siehe vorne Rz. 992.

²⁴¹³ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 3 OR. Soweit das Gesetz unterschiedliche Ausgabebeträge beim Bezug neuer Aktien zulässt, können sie auch nicht gegen die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft verstossen. Auch ein Verstoss gegen die Bestimmungen zum Kapitalschutz ist nicht ersichtlich.

²⁴¹⁴ Vgl. Art. 8 ZGB.

²⁴¹⁵ Vgl. vorne Rz. 647. Der Analogieschluss zu den Loyalitätsdividenden ist zulässig, weil den Aktionären mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ebenfalls ein unmittelbarer finanzieller Vorteil eingeräumt wird. Noch näherliegend ist der Analogieschluss zu den Loyalitätsoptionen.

modell entspricht.²⁴¹⁶ Es ist zu empfehlen, dass der Verwaltungsrat den Aktionären mit dem Beschlussantrag zum bedingten Kapital den mit der Gewährung des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts verfolgten Zweck darlegt und deren Auswirkungen erläutert.²⁴¹⁷

- 1331 Ein Gericht dürfte sich nur mit *Zurückhaltung* in begründete Mehrheitsbeschlüsse der Generalversammlung einmischen und diese als nicht im Gesellschaftsinteresse liegend qualifizieren.²⁴¹⁸ Die Mehrheit an der Generalversammlung hat einen weiten Ermessensspielraum zur Ausübung ihrer Macht. Mit seinem Beitritt zur Gesellschaft anerkennt der Aktionär, dass die Mehrheit innerhalb gewisser Schranken auch dann mit Bindungswirkung für alle entscheidet, wenn sie dabei ihre eigenen Interessen in den Vordergrund stellt. Ein Beschluss betreffend Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht kann deshalb mittels Anfechtungsklage nicht mit dem blossen Hinweis darauf umgestossen werden, er betreffe bestimmte Minderheitsaktionäre nachteilig. Dazu bedarf es der Berücksichtigung rechtsökonomischer Zusammenhänge, insbesondere zu den Auswirkungen des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts. Auch dann dürfte es in der Regel schwierig sein, einen sachlich begründeten Entscheid der Generalversammlung zur Gewährung des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts ohne fundierte Kenntnis der Besonderheiten des betroffenen Unternehmens als nicht im Gesellschaftsinteresse liegend zu qualifizieren.²⁴¹⁹
- 1332 Sowohl der Beschluss betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht als auch dessen allfällig erfolgreiche Anfechtung entfalten *Wirkung gegenüber allen Aktionären*.²⁴²⁰ Der Handelsregisterführer ist ausnahmsweise verpflichtet, mit der Eintragung eines anfechtbaren Beschlusses zuzuwarten, sofern eine Einsprache gemäss Art. 162 HRegV eingelegt wurde.²⁴²¹ Wird der Ermächtigungsbeschluss betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht erfolgreich angefochten, fallen der Beschluss und das Kapitalband teilweise *ex tunc* dahin.²⁴²² Das

²⁴¹⁶ Siehe vorne Rz. 1180.

²⁴¹⁷ Zum einen wird daraus ersichtlich, inwieweit der Verwaltungsrat mit dem Beschlussantrag seiner Treuepflicht gem. Art. 717 Abs. 1 OR nachkommt. Zum anderen dienen die Hintergrundinformationen der Transparenz gegenüber den Aktionären und können auch in einem allfälligen Anfechtungsverfahren wieder verwendet werden.

²⁴¹⁸ Siehe vorne Fn. 2198.

²⁴¹⁹ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 996 und 1166.

²⁴²⁰ Vgl. Art. 706 Abs. 5 OR.

²⁴²¹ Siehe vorne Fn. 1954.

²⁴²² Die Anfechtung erstreckt sich auf die Auflage betreffend den tieferen Ausgabebetrag für langfristige beteiligte Aktionäre.

auflösende Gestaltungsurteil wirkt für und gegen alle Aktionäre und im Übrigen gegenüber jedermann.²⁴²³

Soweit ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht als nicht mit dem Gleichbehandlungsgebot vereinbar beurteilt wird, fällt es spätestens mit der erfolgreichen Geltendmachung des Anfechtungsgrundes aufgrund des auflösenden Gestaltungsurteils teilweise *ex tunc* dahin.²⁴²⁴ 1333

b) Konversion

Im Falle des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts ist eine *Konversion denkbar*. Eine vertragliche Vereinbarung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre im Rahmen der Anleihensbedingungen verfolgt einen ähnlichen Zweck wie ein in den Statuten verankertes Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. Zudem hat eine vertragliche Regelung zur Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre mittels günstigeren Ausgabebetrags basierend auf den Anleihensbedingungen einen identischen Wirkungskreis und eine identische Wirkungsweise wie ein statutarisches Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht.²⁴²⁵ 1334

4. Fazit

Als Ergebnis kann festgehalten werden, dass die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht *keine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung* der Aktionäre bewirkt. Unterschiedliche Ausgabebeträge schaffen zwar vermögensmässige Privilegien zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre und benachteiligen zugleich die kurzfristig beteiligten Aktionäre. Das führt zu einer Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes.²⁴²⁶ Die Ungleichbehandlung kann aber sachlich gerechtfertigt werden.²⁴²⁷ 1335

Die Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts kann ein *verhältnismässiges Mittel* zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sein. Unter der analogen Berücksichtigung der bisherigen empirischen Erkenntnisse zu Loyalitätsdividenden und -optionen ist die Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts mit einem bis zu 20% tieferen Ausgabebetrag ab einer minimalen Haltedauer von zwei Jahren ein verhältnismässiges Mittel zur För- 1336

²⁴²³ Art. 706 Abs. 5 OR.

²⁴²⁴ Vgl. vorne Rz. 998.

²⁴²⁵ Siehe vorne Rz. 999.

²⁴²⁶ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²⁴²⁷ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1326.

derung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Ein Generalversammlungsbeschluss zur Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, der sich an diese Eckwerte hält, mag eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken, kann aber sachlich gerechtfertigt werden. Ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht mit diesen Eckwerten dient der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Interesse der Gesellschaft und ist somit zweckmässig. Es ist geeignet, Aktionäre – zumindest während einer befristeten Dauer – zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung zu bewegen. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gehört zu den mildesten unter den geeigneten Mitteln zur Zweckverfolgung, indem es den Aktionären einen finanziellen Anreiz zum langfristigen Halten setzt. Und es ist ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.²⁴²⁸

IV. Fazit und Ausgestaltung der Statutenbestimmung

- 1337 Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nach dem vorliegend dargestellten Grundmodell ist zulässig. Aktiengesellschaften dürfen im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung festlegen, dass denjenigen Aktionären, die ihre Aktien, aufgrund derer das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewährt wurde, langfristig halten, ein bis zu 20% tieferer Ausgabebetrag für die neuen Aktien gewährt wird.
- 1338 Zur Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts bedarf es einer *statutarischen Grundlage* zum bedingten Kapital. Mit einem blossen Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss liesse sich ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nicht umsetzen. Die Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts im Rahmen des bedingten Kapitals erfordert ein qualifiziertes Quorum von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte. Die Regelung wirkt für die Dauer der bedingten Kapitalerhöhung gegenüber allen Aktionären. Sie ist im Weiteren massgeblich für die Gesellschaftsorgane, insbesondere für den Verwaltungsrat und die Revisionsstelle bei der Umsetzung der bedingten Kapitalerhöhung.²⁴²⁹
- 1339 Ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nach dem vorliegend dargestellten Modell ist *aus aktienrechtlicher Sicht zulässig*. Es auferlegt den Aktionären keine tatsächliche oder rechtliche Pflicht, namentlich zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung,

²⁴²⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1324 ff.

²⁴²⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1256.

und verstösst somit nicht gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist im Weiteren ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Weil diese Zielsetzung im Interesse der Gesellschaft liegt, kann die Ungleichbehandlung, die ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht bewirkt, sachlich gerechtfertigt werden.²⁴³⁰

Der *notwendige Inhalt der Statutenbestimmung* zum bedingten Kapital umfasst 1340 verschiedene Elemente. Die Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht muss Aufschluss über die Grundzüge der Regelung geben. Die Grundzüge können in Form von Auflagen in den Beschluss und die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital aufgenommen werden. Sind die Voraussetzungen und das Mass der Berechtigung bekannt und hinreichend bestimmt, bildet die Statutenbestimmung eine genügende Grundlage für die Anwendung in der Praxis. Sie enthält dann die erforderlichen Angaben, anhand derer die Aktionäre die Rechtmässigkeit der Statutenklausel beurteilen und gerichtlich überprüfen lassen können.²⁴³¹

Auf der Grundlage der in diesem Kapitel gewonnenen Erkenntnisse wurde ein Vor- 1341 schlag für eine mögliche Statutenbestimmung zur Gewährung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts erarbeitet. Er dient als Anregung für die Umsetzung dieses neuartigen Konzepts zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.²⁴³²

²⁴³⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1317 ff.

²⁴³¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1180 ff.

²⁴³² Zum Ganzen siehe hinten Anhang 3.

§ 7 Loyalitätsoptionen

Im Weiteren wird auf verschiedene Aspekte von *Loyalitätsoptionen* eingegangen. 1342
 Loyalitätsoptionen sind Aktionärsoptionen, d.h. Optionsrechte, die im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung ausschliesslich den Aktionären einer Gesellschaft ausgegeben werden und deren Optionsbedingungen langfristig beteiligte Aktionäre im Vergleich zu kurzfristig beteiligten Aktionären besserstellen. Den Optionsberechtigten, die sich während einer bestimmten Zeitspanne nicht von den Aktien, die den Optionsrechten zugrunde liegen, trennen, können unterschiedliche Privilegien im Zusammenhang mit den Optionen eingeräumt werden. Loyalitätsoptionen unterscheiden sich von den mit einer Anleiheobligation verbundenen Optionsrechten, die den langfristig beteiligten Aktionären im Zusammenhang mit dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht einen tieferen Ausgabebetrag für die neuen Aktien vermitteln.

Die Untersuchung wird eingeschränkt auf Loyalitätsoptionen mit *aufschiebend bedingtem Ausübungsrecht*. 1343
 Die Optionsberechtigten können diese Art von Loyalitätsoptionen ausüben, wenn sie während einer bestimmten Zeitspanne als Eigentümer der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien im Aktienbuch eingetragen waren. Es wäre auch denkbar, die langfristig beteiligten Aktionäre anders zu begünstigen. Es könnte den optionsberechtigten Aktionären auch ein tieferer Optionspreis gewährt werden analog dem untersuchten Grundmodell des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts.²⁴³³ Das besagte Modell der Loyalitätsoptionen ist aber in der Praxis erprobt.²⁴³⁴ Das lässt unter Beizug rechtsvergleichender Argumente genauere Schlussfolgerungen in Bezug auf die aktienrechtliche Zulässigkeit von Loyalitätsoptionen zu. Die Untersuchung wird deshalb eingeschränkt auf Loyalitätsoptionen mit aufschiebend bedingtem Ausübungsrecht.

Die Untersuchung des Konzepts folgt dem gleichen Schema wie diejenige von Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechten und des Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts. 1344
 In einem ersten Schritt werden die Eckpunkte des erwähnten Grundmodells von Loyalitätsoptionen umschrieben (I.). Dieses vorläufige Grundmodell wird in einem zweiten Schritt einer Prüfung unterzogen. Dabei geht es zunächst um die Klärung der materiellen Gültigkeit von Statutenklauseln betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen (II.) und danach um deren aktienrechtliche Zulässigkeit (III.). Aus den Erkenntnissen dieses Kapitels werden die Bausteine für

²⁴³³ Vgl. hierzu vorne Rz. 1180 ff.

²⁴³⁴ Vgl. vorne Rz. 669.

eine Muster-Statutenklausel zum bedingten Kapital mit Loyalitätsoptionen hergeleitet (IV. und Anhang 4).

I. Grundmodell

- 1345 Eine Aktiengesellschaft könnte bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen im Rahmen einer Statutenbestimmung zum bedingten Kapital *ausschliesslich oder zusätzlich zu den gewöhnlichen Optionsrechten* Loyalitätsoptionen an Aktionäre ausgeben. Entgegen dem bisherigen Wortlaut von Art. 653 Abs. 1 OR fällt auch die Ausgabe von Aktionärsoptionen unter den Anwendungsbereich des bedingten Kapitals.²⁴³⁵ Nach neuem Recht ist die Ausgabe von Aktionärsoptionen mittels bedingter Kapitalerhöhung ausdrücklich vorgesehen.²⁴³⁶ Im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen könnten die Optionsbedingungen vorsehen, dass das Ausübungsrecht erst entsteht, wenn die Optionsberechtigten die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien langfristig gehalten haben. Diese (zusätzlichen) Optionen werden im Folgenden Loyalitätsoptionen genannt.
- 1346 Wenn in der vorliegenden Arbeit von Loyalitätsoptionen die Rede ist, sind demnach *Aktionärsoptionen* gemeint, die langfristig beteiligte Aktionäre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären besserstellen. Loyalitätsoptionen sind Optionsrechte, die ausschliesslich an Aktionäre und gegebenenfalls an Partizipanten ausgegeben werden. Sie sind abzugrenzen von denjenigen Optionen, die den Aktionären aufgrund eines allfälligen Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts zu einem tieferen Preis gewährt werden.²⁴³⁷ Bei einem bedingten Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht werden die Optionsanleihen grundsätzlich an Dritte ausgegeben und den Aktionären lediglich vorweg zur Zeichnung angeboten. Mit Loyalitätsoptionen sind somit Aktionärsoptionen gemeint, die den Aktionären statt Dritten zugeteilt werden und deren Ausübung langfristig beteiligten Aktionären vorbehalten ist.
- 1347 Die Statuten könnten im Beschluss zur Einführung des bedingten Kapitals die *Grundzüge* der Loyalitätsoptionen in formeller und materieller Hinsicht festlegen – sei es innerhalb oder ausserhalb eines Kapitalbands.²⁴³⁸ In formeller Hinsicht soll-

²⁴³⁵ BÖCKLI, Aktienrecht, 4. Aufl., § 2 N 196 ff.; FORSTMOSER, Ungereimtheiten, 61; LADNER, 77; WENGER, 137 ff.

²⁴³⁶ Vgl. zum bisherigen Wortlaut Art. 653 Abs. 1 aOR.

²⁴³⁷ Vgl. vorne Rz. 1180 ff.

²⁴³⁸ Vgl. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9 OR zur Möglichkeit der Erhöhung des Aktienkapitals mit bedingtem Kapital im Rahmen eines Kapitalbands.

ten sie die Zuständigkeiten und die erforderlichen Beschlüsse der Organe der Gesellschaft regeln (A.). In materieller Hinsicht sollten sie Bestimmungen zu den Voraussetzungen der Berechtigung, zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zur Art und zum Mass der Berechtigung enthalten (B.).

A. Formelle Grundsätze

Die Gewährung von Loyalitätsoptionen bedarf der Einführung eines bedingten Kapitals mittels *Statutenbestimmung*. Bedingtes Kapital kann wahlweise im Rahmen eines Kapitalbands oder ausserhalb eines Kapitalbands eingeführt werden.²⁴³⁹ Mit der Ausgabe von Loyalitätsoptionen nach der vorliegend untersuchten Art werden die auszugebenden Optionsrechte allen Aktionären zugeteilt. Diejenigen Aktionäre, welche die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien nach der Ausgabe der Optionen während einer bestimmten Dauer halten, können die Optionen ausüben. Damit eine solche Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre möglich wird, muss mittels Statutenbestimmung ein bedingtes Kapital eingeführt werden, das den Rahmen der Begünstigung vorgibt. 1348

Die Beschlussfassung über eine Statutenbestimmung zur Einführung eines bedingten Kapitals und über die Festsetzung der Optionsbedingungen liegt in der *Zuständigkeit verschiedener Organe*. Die Festsetzung und Änderung der Statuten sowie die Beschlussfassung über die Einführung eines bedingten Kapitals sind unentziehbare Kompetenzen der Generalversammlung.²⁴⁴⁰ Sofern die Statuten nicht ein höheres Quorum festlegen, fasst die Generalversammlung den Beschluss zur Einführung des bedingten Kapitals mit einer qualifizierten Mehrheit von zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.²⁴⁴¹ Die Festsetzung der Optionsbedingungen liegt hingegen nach dispositiver gesetzlicher Regelung in der Zuständigkeit des Verwaltungsrats.²⁴⁴² 1349

²⁴³⁹ Vgl. Art. 653 ff. und Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9 OR.

²⁴⁴⁰ Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 und Art. 698 Abs. 2 Ziff. 9 i.V.m. Art. 653 Abs. 1 OR.

²⁴⁴¹ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 und Abs. 2 OR.

²⁴⁴² Vgl. Art. 653b Abs. 1 OR *e contrario*. Nur wenn das Vorwegzeichnungsrecht aufgehoben oder beschränkt wird, schreibt das Gesetz vor, dass die Generalversammlung die Grundlagen für die Berechnung des Ausgabebetrags bestimmt (vgl. Art. 653b Abs. 1 OR).

1350 Die Generalversammlung muss den Grund für die Begünstigung und die Grundzüge der Begünstigung im Rahmen des Beschlusses zur Einführung des bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen festsetzen.²⁴⁴³ Ein Beschluss des Verwaltungsrats allein genügt aber nicht zur Festsetzung einer Begünstigung für langfristig beteiligte Aktionäre in Form von Loyalitätsoptionen. Das Bezugsrecht der Aktionäre wird zwar formell gewahrt, indem die Loyalitätsoptionen allen Aktionären zugeteilt werden. Die Festsetzung einer aufschiebenden Bedingung im Zusammenhang mit dem Ausübungsrecht – das Halten der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien – könnte aber als *faktische Bezugsrechtseinschränkung qualifiziert* werden. Man spricht von einer faktischen Bezugsrechtseinschränkung oder von einem faktischen Bezugsrechtsausschluss, wenn das Bezugsrecht zwar formell gewahrt wird, die Ausübung der Optionsrechte aber erheblich erschwert oder verunmöglicht wird.²⁴⁴⁴ Der Grund für die Einführung von Loyalitätsoptionen und deren Grundzüge sollten deshalb bereits im Generalversammlungsbeschluss und der Statutenbestimmung enthalten sein.²⁴⁴⁵ Das ist auch geboten, damit Loyalitätsoptionen einen Anreiz setzen, dass die Aktionäre ihre Beteiligungen langfristig aufrechterhalten. Ist nicht ab dem Moment der Ausgabe der Optionen klar, dass langfristiges Halten begünstigt wird, können Loyalitätsoptionen den Entscheid der Aktionäre zum Aufrechterhalten oder Veräussern der Beteiligung nicht beeinflussen. Es ist deshalb erforderlich, dass die Generalversammlung dem Verwaltungsrat vorschreibt, inwieweit die langfristig beteiligten Aktionäre nach Ablauf einer bestimmten Frist begünstigt werden.²⁴⁴⁶

²⁴⁴³ Z.B. indem sie entsprechende Einschränkungen, Auflagen oder Bedingungen darin aufnimmt.

²⁴⁴⁴ Zum faktischen Ausschluss des Bezugsrechts bei der ordentlichen oder genehmigten Kapitalerhöhung vgl. CHK-MÜLLER, Art. 652b OR, N 25; ZINDEL, 246 m.H. auf verschiedene Beispiele.

²⁴⁴⁵ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4 OR. Nach wörtlicher Auslegung der Bestimmung wäre das zwar nicht unbedingt erforderlich, weil die Optionen allen Aktionären zugeteilt werden. Eine faktische Bezugsrechtseinschränkung durch die Auflage des Aufrechterhaltens der Aktien während einer bestimmten Dauer würde aber zumindest gegen den Zweck von Art. 653 Abs. 1 Ziff. 4 OR – den Verwässerungsschutz – verstossen. Im Sinne der Vorsicht sollten der Grund für die Einführung von Loyalitätsoptionen und die Grundzüge der Begünstigung deshalb in die Statuten aufgenommen werden.

²⁴⁴⁶ Vgl. z.B. auch Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis} E-OR N 2020. Ferner DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164 f., gemäss dem der Verwaltungsrat aus unternehmerischer Vorsicht die Aktionäre kaum je ohne statutarische Ermächtigung aufgrund ihrer Haltedauer diskriminieren dürfte.

Es braucht somit *zweierlei Beschlüsse* zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre mittels Loyalitätsoptionen: Erstens bedarf es eines Beschlusses der Generalversammlung zur Einführung eines bedingten Kapitals sowie zu den Grundzügen der Privilegierung mittels Loyalitätsoptionen. Zweitens braucht es unabhängig davon einen Beschluss des Verwaltungsrats zu den Optionsbedingungen.²⁴⁴⁷ Die Optionsbedingungen müssen den Vorgaben des Beschlusses der Generalversammlung und der Statutenbestimmung zum bedingten Kapital entsprechen. 1351

B. Materielle Grundsätze

1. Vorbemerkung

Die Statutenbestimmung sollte in materieller Hinsicht die *Grundzüge* der Berechtigung zur Ausübung von Loyalitätsoptionen enthalten. Dazu gehören die Voraussetzungen des Ausübungsrechts im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen, Angaben zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zum Umfang der Berechtigung. Der Verwaltungsrat soll in diesen Punkten kein Ermessen haben, weitere erschwerende Bedingungen vorzusehen. Die Aktionäre müssen Gewissheit haben über die Voraussetzungen, unter denen sie im Rahmen des bedingten Kapitals ein Recht auf Ausübung der Loyalitätsoptionen haben. Erst mit dieser Gewissheit können Loyalitätsoptionen als Anreiz für das langfristige Halten der Beteiligung wirken.²⁴⁴⁸ 1352

2. Persönlicher Anwendungsbereich

Der persönliche Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsoptionen erstreckt sich auf *alle Aktionäre* einer Gesellschaft. Die Bestimmung betrifft sämtliche Personen, die zum Zeitpunkt der Ausgabe der Optionsrechte Aktionäre sind. 1353

Entscheidet sich eine Gesellschaft mit Partizipationskapital für die Schaffung von Loyalitätsoptionen, muss sie den *Partizipanten* unter Vorbehalt ihrer langfristigen Beteiligung ebenfalls Loyalitätsoptionen einräumen.²⁴⁴⁹ Partizipanten haben die 1354

²⁴⁴⁷ Art. 653u Abs. 2 und 5 i.V.m. Art. 650 Abs. 2 OR.

²⁴⁴⁸ Kann der Aktionär den Vorteil mangels Bestimmtheit nicht bewerten, hat ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht auch keinen Einfluss auf den Entschluss hinsichtlich des Haltens oder Verkaufens seiner Beteiligung.

²⁴⁴⁹ Zum Vorwegzeichnungsrecht vgl. LADNER, 174 ff.; WENGER, 79 f.; zu den Personen mit Vorwegzeichnungsrecht vgl. BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653c, N 6.

gleichen Vermögensrechte wie Aktionäre.²⁴⁵⁰ Bei einer Gesellschaft mit Partizipationskapital müssen die Loyalitätsoptionen auch den langfristig beteiligten Partizipanten zukommen.²⁴⁵¹ Langfristig beteiligten Partizipanten muss im Rahmen der Optionsbedingungen auch ein Recht auf Zuweisung von Optionen gewährt werden. Die Berechtigung zur Zeichnung neuer Partizipationsscheine bei Ausübung der Optionsrechte könnte anhand der Einträge im Partizipationsscheinregister ermittelt werden. Soweit es im Folgenden nicht anders vermerkt ist, gilt für Partizipanten in Bezug auf das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht das Gleiche wie für Aktionäre.

- 1355 Der persönliche Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsoptionen erstreckt sich nicht automatisch auf *Inhaber von Genussscheinen*. Entscheidet sich eine Gesellschaft, die Genussscheine mit Anrecht auf den Bezug neuer Aktien oder Partizipationsscheine ausgegeben hat, für die Einführung von Loyalitätsoptionen, richtet sich der Anspruch der Genussscheininhaber nach der Regelung in den Statuten.²⁴⁵² Genussscheine können den Berechtigten unter anderem Bezugsrechte verleihen.²⁴⁵³ Genussscheine selbst können hingegen nicht mittels bedingter Kapitalerhöhung geschaffen werden.²⁴⁵⁴ Bei einer bedingten Kapitalerhöhung sind die Vorschriften über das Bezugsrecht sinngemäss anwendbar. Das bedeutet, dass jeder Aktionär grundsätzlich Anspruch auf Zuteilung von Optionen entsprechend seiner bisherigen Beteiligung hat.²⁴⁵⁵ Soweit die Genussscheine den Aktien in den Statuten hinsichtlich des Bezugsrechts gleichgestellt wurden,²⁴⁵⁶ müsste sich die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsoptionen auch auf langfristig beteiligte Genussscheininhaber beziehen.²⁴⁵⁷ Das bedeutet, dass die Optionen den Genussscheininhabern gleichermassen wie den Aktionären zur Zeichnung angeboten würden. Ob allerdings die Förderung und Begünstigung langfristigen Haltens von Genussschei-

²⁴⁵⁰ Art. 656a ff., insb. Art. 656f Abs. 1 OR.

²⁴⁵¹ Siehe hinten Anhang 4, Ziff. 5.

²⁴⁵² Vgl. Art. 657 OR.

²⁴⁵³ Vgl. Art. 657 Abs. OR.

²⁴⁵⁴ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653, N 5.

²⁴⁵⁵ Zum Gesagten vgl. Art. 653c Abs. 1 i. V.m. Art. 652b OR.

²⁴⁵⁶ Vgl. hierzu ZK-BAHAR/PEYER, Art. 657 OR, N 21, gemäss denen das Bezugsrecht der Genussscheininhaber u.a. analog dem Bezugsrecht der Aktionäre ausgestaltet werden kann.

²⁴⁵⁷ Das bedeutet, dass die im Zusammenhang mit den Genussscheinen ausgegebenen Optionsrechte ausgeübt werden können, wenn die den Optionsrechten zugrunde liegenden Genussscheine während der statutarisch bestimmten Frist gehalten werden.

nen im Interesse der Gesellschaft liegt und somit dem Sachlichkeitsgebot entspricht, ist unklar.²⁴⁵⁸

3. Minimale Dauer der Aktionärsbeteiligung

Es bietet sich an, analog den Vorschlägen im Zusammenhang mit der Loyalitätsdividende, dem Loyalitätsbezugsrecht und dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht Aktionären ab einer *mindestens zweijährigen Haltedauer* das Recht auf Ausübung der Optionsrechte zu gewähren. Der Zweck von Loyalitätsoptionen ist die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Als langfristig gelten Aktionärsbeteiligungen ab zwei Jahren.²⁴⁵⁹ Deshalb sollten die Aktionäre ein Recht auf Ausübung der Loyalitätsoptionen haben, wenn sie die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien ununterbrochen mindestens zwei Jahre nach der Ausgabe der Optionsrechte gehalten haben. 1356

4. Nachweis der Berechtigung

Die Statutenbestimmung betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsoptionen sollte auch Bestimmungen zum Nachweis der Berechtigung enthalten. 1357

a) Eintrag im Aktienbuch

aa) Namenaktien

Bei *Namenaktien* kann zur Ermittlung der zweijährigen Dauer der Aktionärsbeteiligung wiederum auf den Eintrag im Aktienbuch abgestellt werden.²⁴⁶⁰ Der Aktionär könnte die Loyalitätsoptionen anteilmässig entsprechend dem langfristig gehaltenen Anteil der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien ausüben. Als langfristig gehalten gelten diejenigen Aktien, deren Eigentümer nach Ausgabe der Optionsrechte ununterbrochen mindestens zwei Jahre im Aktienbuch eingetragen ist. Hat eine Gesellschaft Partizipationsscheine ausgegeben, müsste sie auch deren Eigentümer in einem Verzeichnis registrieren, um die Berechtigung der Partizipanten ermitteln zu können.²⁴⁶¹ Entsprechendes gilt für Genussscheininhaber, sofern 1358

²⁴⁵⁸ Es wird deshalb in der Muster-Statutenbestimmung auf einen Einbezug von Genussscheininhabern verzichtet. Wollte eine Gesellschaft mit Genussscheinen Loyalitätsoptionen einführen, bestünde ein zusätzlicher Regelungsbedarf.

²⁴⁵⁹ Siehe vorne Rz. 319 und 623.

²⁴⁶⁰ Vgl. vorne Rz. 724, 1023 und 1194.

²⁴⁶¹ Zur vermögensrechtlichen Gleichstellung von Partizipationsscheinen mit Aktien siehe vorne Rz. 81.

Genussscheine den Aktien hinsichtlich des Bezugsrechts in den Statuten gleichgestellt wurden. Im Falle eines Wechsels des Eigentümers kann das Ausübungsrecht nicht entstehen.²⁴⁶²

- 1359 Bei Gesellschaften mit einer *Vinkulierungsbestimmung* in den Statuten ist die Eintragung ins Aktienbuch abhängig von der Anerkennung des Aktionärs durch den Verwaltungsrat. Je nachdem, ob die Beteiligungspapiere der Gesellschaft an der Börse kotiert sind oder nicht, hat die Ablehnung des Aktionärs eine andere Wirkung auf den Lauf der für den Anspruch auf Ausübung der Loyalitätsoptionen massgeblichen Haltefrist. Bei börsenkotierten Gesellschaften beginnt die Haltefrist für den Anspruch auf Optionsausübung auch dann zu laufen, wenn der Aktionär ohne Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen ist. Diesfalls kann er ausser dem Stimmrecht und den damit zusammenhängenden Mitwirkungs- und Auskunftsrechten sämtliche Mitgliedschaftsrechte, einschliesslich des Bezugsrechts, geltend machen.²⁴⁶³ Bei nicht börsenkotierten Gesellschaften beginnt die für das Ausübungsrecht relevante Haltedauer erst zu laufen, wenn die für die Übertragung der Aktien erforderliche Zustimmung erteilt worden ist. Vor dem Erteilen der Zustimmung verbleiben das Eigentum an den Aktien und alle damit zusammenhängenden Rechte beim Veräusserer.²⁴⁶⁴ Wurden die Optionen in diesem Zeitpunkt bereits ausgegeben, kann sich der Aktionär nicht an der bedingten Kapitalerhöhung beteiligen.

bb) Inhaberaktien

- 1360 Eine Gesellschaft mit Inhaberaktien sollte von der Ausgabe von Loyalitätsoptionen absehen, zumal der Nachweis der Berechtigung nicht ohne Weiteres möglich ist.²⁴⁶⁵ Der Nachweis der Berechtigung wäre bei Gesellschaften mit Inhaberaktien allenfalls möglich, sofern die Gesellschaft auf statutarischer Grundlage ein *Verzeichnis der Inhaberaktionäre* führt. Dazu müsste die Gesellschaft in einem ersten Schritt alle Inhaberaktionäre identifizieren und in einem zweiten Schritt dazu verpflichten, den Erwerb und die Veräusserung von Aktien zu melden.²⁴⁶⁶ Es besteht aber auch bei einer Meldepflicht keine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben im Register. Aufgrund der fraglichen Zulässigkeit einer Meldepflicht und weil im

²⁴⁶² Im Einzelnen hierzu hinten Rz. 1362 ff.

²⁴⁶³ Zum Gesagten vgl. Art. 685f Abs. 3 OR *e contrario*.

²⁴⁶⁴ Vgl. Art. 685c Abs. 1 OR.

²⁴⁶⁵ Vgl. vorne Rz. 726 f., 1025 und 1196.

²⁴⁶⁶ Zur Meldepflicht und zur fraglichen Zulässigkeit einer solchen Pflicht vgl. vorne Rz. 727.

Falle der Zulässigkeit keine Sicherheit für die Richtigkeit der Meldungen besteht, sollte eine Gesellschaft mit Inhaberaktien von der Einführung von Loyalitätsoptionen absehen.²⁴⁶⁷

b) *Zusätzliche Erklärung des Aktionärs betreffend wirtschaftliche Berechtigung*

Um das *Risiko vor Umgehungen* des Regelungszwecks von Loyalitätsoptionen – 1361 die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen – zu reduzieren, könnte die Gesellschaft bei der jeweiligen Ausübung der Optionsrechte von den Aktionären eine Erklärung betreffend die wirtschaftliche Berechtigung verlangen. Es könnte im Beschluss zur Einführung des bedingten Kapitals festgeschrieben werden, dass ein Ausübungsrecht nur besteht, wenn die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien nach der Optionsausgabe während zweier Jahre ununterbrochen von derselben wirtschaftlich berechtigten Person gehalten wurden. Ist der optionsberechtigte Aktionär selbst die wirtschaftlich berechtigte Person, gilt der Nachweis als erbracht, wenn er erklärt, dass er die Aktien während zweier Jahre ununterbrochen in eigenem Namen und auf eigene Rechnung gehalten hat. Ist der eingetragene Aktionär nicht die wirtschaftlich berechtigte Person, gilt die Erklärung als erbracht, wenn die massgebliche Haltedauer bei derjenigen natürlichen Person, für die er letztlich handelt, erfüllt ist. Eine solche Regel böte zwar keinen absoluten Schutz vor Umgehungen. Sie kann aber immerhin dazu beitragen, dass weniger Aktionäre versuchen, die Loyalitätsoptionen über eine Umgehungs konstruktion auszuüben.²⁴⁶⁸

c) *Berechtigung in besonderen Konstellationen*

aa) Teilweiser Verkauf der Beteiligung

Es ist darauf zu achten, dass besonderen Konstellationen in Bezug auf die Betei- 1362 ligung gegebenenfalls mit entsprechenden *statutarischen oder anderweitigen Regelungen* Rechnung getragen wird.²⁴⁶⁹

Verkauft ein Aktionär einen Teil seiner Beteiligung, besteht die Vermutung, dass er 1363 die am wenigsten lang gehaltenen Aktien überträgt.²⁴⁷⁰

²⁴⁶⁷ Zum vergleichbaren Problem bei Loyalitätsdividenden siehe vorne Rz. 727.

²⁴⁶⁸ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 728 ff.

²⁴⁶⁹ Anderweitige Regelungen sind z.B. die Anleihsenbedingungen.

²⁴⁷⁰ Zum Prinzip *Last In, First Out* vgl. vorne Rz. 737.

bb) Übertragung durch Güter- oder Erbrecht

- 1364 Die Gesellschaften können mittels Regelung in den Optionsbedingungen vorsehen, dass die Übertragung von Aktien mittels *Güter- oder Erbrecht* die für die Entstehung des Ausübungsrechts massgebliche Haltefrist nicht unterbricht.²⁴⁷¹ Das würde bedeuten, dass sich ein Erbe des berechtigten Aktionärs je nach Optionsbedingungen die Haltefrist des Erblassers anrechnen lassen kann bei der Prüfung der Voraussetzungen zum Ausübungsrecht, soweit die Optionsrechte zusammen mit den ihnen zugrunde liegenden Aktien an den Erben übergegangen sind.

cc) Umstrukturierungen

- 1365 Die Rechtsstellung der Inhaber von Optionsrechten im Zusammenhang mit *Umstrukturierungen* – sei es mittels Fusion oder Spaltung – ist nicht ausdrücklich im Gesetz geregelt. Grundsätzlich sind die Inhaber von Optionsrechten keine Gesellschafter im Sinne des Fusionsgesetzes.²⁴⁷² Sie sind in Bezug auf die Optionsrechte nicht durch den fusionsrechtlichen Grundsatz der Kontinuität der Mitgliedschaft geschützt, sondern als Gläubiger in erster Linie durch finanzielle Ansprüche.²⁴⁷³ Im Falle von Loyalitätsoptionen gilt insoweit eine Ausnahme, als die Optionsrechte mit bereits bestehenden Anteilsrechten verbunden sind. Das Optionsrecht kann diesfalls als mit Anteils- oder Mitgliedschaftsrechten verbundenes Sonderrecht qualifiziert werden.²⁴⁷⁴ Die Aktionäre mit Loyalitätsoptionen haben demnach Anspruch darauf, gleichwertige Rechte an der übernehmenden Gesellschaft zugeteilt zu erhalten.²⁴⁷⁵ Zudem haben sie aufgrund der aktienrechtlichen Schutzbestimmungen Anspruch auf einen angemessenen Ausgleich, soweit ihre Rechte durch die Umstrukturierung beeinträchtigt werden.²⁴⁷⁶

dd) Gemeinschaftliches Eigentum

- 1366 Bei Aktien im gemeinschaftlichen Eigentum kommen die Loyalitätsoptionen den Mit- oder Gesamteigentümern zu. Die zur Berechnung der Begünstigung massgebliche Haltefrist wird bei der Begründung oder Auflösung des gemeinschaftlichen

²⁴⁷¹ Vgl. vorne Rz. 738 ff.

²⁴⁷² Vgl. Art. 2 lit. f FusG.

²⁴⁷³ VON DER CRONE et al., 305, 586 m.w.H.

²⁴⁷⁴ Vgl. Art. 7 Abs. 5 FusG.

²⁴⁷⁵ Vgl. OFK FusG-VOGEL et al., Art. 7, N 35.

²⁴⁷⁶ Vgl. Art. 653d Abs. 2 OR; SHK FusG-GLANZMANN, Art. 7, N 7.

Eigentums unterbrochen.²⁴⁷⁷ Der neue Eigentümer oder die neuen Eigentümer hätten in diesem Falle keinen Anspruch auf Gewährung von Loyalitätsoptionen.

ee) Nutzniessung und Pfandrecht

Die Errichtung oder die Aufhebung einer Nutzniessung haben keinen Einfluss auf das Ausübungsrecht der Aktionäre im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen. Der Nutzniesser einer Aktie hat *kein Anrecht auf das Bezugsrecht* und demnach auch nicht auf die Loyalitätsoptionen. Die Rechte des Nutzniessers beschränken sich auf den Vermögensertrag. Der Nutzniesser hat kein Recht auf die Substanz der Aktie.²⁴⁷⁸ Das Bezugsrecht im Zusammenhang mit einer Aktie, die der Nutzniessung untersteht, kommt dem Eigentümer und nicht dem Nutzniesser zu. Die mittels Ausübung des Bezugsrechts erworbenen Optionsrechte und Aktien fallen dem Eigentümer zu, unterstehen aber der Nutzniessung.²⁴⁷⁹ Die Loyalitätsoptionen kommen somit ebenfalls dem Eigentümer der Aktien und nicht dem Nutzniesser zu. 1367

Die Errichtung und die Aufhebung eines *Pfandrechts* haben auch keinen Einfluss auf das Bezugsrecht in Bezug auf die Optionsrechte und auf den Anspruch auf die Loyalitätsoptionen. Die Optionsrechte werden dem Verpfänder zugeteilt und nicht dem Pfandgläubiger. Werden die verpfändeten Aktien verwertet, werden alle zur Aktie zugehörigen Rechte erfasst, sofern sie nicht bereits geltend gemacht wurden und eine entsprechende Vereinbarung besteht.²⁴⁸⁰ Durch die Verwertung der Aktien wird die für das Ausübungsrecht bezüglich Loyalitätsoptionen massgebliche Halte-dauer aber unterbrochen. Die blossе Errichtung oder Aufhebung eines Pfandrechts hat aber keinen Einfluss auf das Bezugsrecht in Bezug auf die Optionsrechte. 1368

5. Abhängigkeit vom Bezugsrecht

Das Recht auf Loyalitätsoptionen ist akzessorisch zum Bezugsrecht, das im Falle von Aktionärsoptionen sinngemäss zu Anwendung kommt. Es ist abhängig davon, dass dem Aktionär auch tatsächlich ein Recht auf Zuteilung von Optionen zukommt.²⁴⁸¹ Die Einführung einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapi- 1369

²⁴⁷⁷ Vgl. vorne Rz. 748.

²⁴⁷⁸ Siehe vorne Rz. 748.

²⁴⁷⁹ Die erworbenen Gratisaktien sind nicht als Ertrag zu qualifizieren und fallen deshalb nicht dem Nutzniesser zu. Dieser hat allerdings ein Recht auf den Ertrag der Gratisoptionen. Siehe hierzu VON GREYERZ, 133.

²⁴⁸⁰ Vgl. vorne Fn. 2261.

²⁴⁸¹ Zum Begriff der Akzessorietät siehe vorne Fn. 1469.

tal mit Loyalitätsoptionen ändert lediglich, dass langfristig beteiligte Aktionäre die Optionen erst nach einer bestimmten Haltefrist in Bezug auf die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien geltend machen können.

6. Entstehung und Untergang der Berechtigung

- 1370 Die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsoptionen sollte auch darüber Auskunft geben, unter welchen Voraussetzungen das Recht der Optionsberechtigten auf Ausübung der Optionen entsteht und wann es untergeht.
- 1371 Das Recht auf Ausübung der Loyalitätsoptionen sollte frühestens nach Abschluss von *zwei Jahren* nach der Ausgabe der Optionsrechte entstehen. Es sollte zudem aufschiebend bedingt sein durch das Aufrechterhalten der Aktionärsbeteiligung des Optionsberechtigten während derselben Dauer. Eine kürzere Frist wäre nicht geeignet, langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern.²⁴⁸²
- 1372 Zur *Vermeidung einer Rückwirkung* sollte die Aktionärsbeteiligung vor der Ausgabe der Optionsrechte nicht angerechnet werden. Das bedeutet, dass die tatsächliche Haltedauer nach der Ausgabe der Optionen mindestens zwei Jahre betragen muss. Das muss beim Festlegen der Optionsbedingungen berücksichtigt werden.
- 1373 Das Ausübungsrecht bezüglich Loyalitätsoptionen entsteht nicht im Falle einer *Übertragung der Aktien*, die den Optionsrechten zugrunde liegen. Diesfalls wird in der Regel ein neuer Aktionär ins Aktienbuch eingetragen.²⁴⁸³ Weil die Berechtigung aus Gründen der Nachvollziehbarkeit an den Eintrag im Aktienbuch geknüpft ist, geht die Berechtigung der Aktie aufgrund Übertragung unter. Der Optionsberechtigte kann die Loyalitätsoptionen dann nicht mehr oder nur im Umfang der weiterhin gehaltenen Beteiligung ausüben.

7. Art der Privilegierung

- 1374 Auf der Grundlage einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen entsteht bei langfristig beteiligten Aktionären im Vergleich zu kurzfristig beteiligten Aktionären das *Ausübungsrecht bezüglich Loyalitätsoptionen*. Damit ein Aktionär von dieser Privilegierung profitieren kann, mithin damit er die Optionen ausüben kann, muss er aber gleichwohl den Ausgabebetrag bezahlen. Die Art der Privilegierung im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen unter-

²⁴⁸² Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 319 und 623.

²⁴⁸³ Zur Ausnahme bei vinkulierten Namenaktien vgl. vorne Rz. 829.

scheidet sich insofern von der Art der Privilegierung bei Loyalitätsdividenden und beim Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht.²⁴⁸⁴

Loyalitätsoptionen können zum *Bezug von Aktien oder Partizipationsscheinen* berechnen.²⁴⁸⁵ Berechnen die Loyalitätsoptionen zum Bezug von neuen Aktien, werden die langfristig beteiligten Aktionäre gegenüber den kurzfristig beteiligten Aktionären in Bezug auf vermögensmässige Rechte – das Recht auf Dividende – und Mitwirkungsrechte – namentlich das Stimmrecht – begünstigt. Bei Loyalitätsoptionen, die zum Bezug von Partizipationsscheinen berechnen, besteht die Privilegierung nur in Bezug auf die vermögensmässigen Rechte. Der Entscheid für die eine oder andere Art von Loyalitätsoptionen kann einen Einfluss auf die aktienrechtliche Zulässigkeit der Loyalitätsoptionen haben.²⁴⁸⁶ 1375

Eine Privilegierung im Zusammenhang mit Aktionärsoptionen könnte auch in *anderer Form* erreicht werden. Es wäre z.B. denkbar, den langfristig beteiligten optionsberechtigten Aktionären analog zum Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ein Recht auf einen günstigeren Ausübungspreis zu gewähren. Ein solcher unmittelbarer finanzieller Anreiz dürfte ebenfalls geeignet sein, die optionsberechtigten Aktionäre zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung zu bewegen. Zur Gewähren eines günstigeren Optionspreises für langfristig beteiligte Aktionäre gibt es hingegen keine Präzedenzfälle. Die Untersuchung im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen ist deshalb eingeschränkt auf die Gewähren eines Ausübungsrechts an sich für langfristig beteiligte Aktionäre. 1376

8. Mass der Privilegierung

Die Privilegierung der langfristig beteiligten Aktionäre besteht in der Gewähren eines Ausübungsrechts an sich. Der Umstand und das Mass der Privilegierung sollten aus Gründen der *Wirksamkeit* im Beschluss zum bedingten Kapital enthalten 1377

²⁴⁸⁴ Bei Loyalitätsdividenden werden langfristig beteiligte Aktionäre ohne Investition weiterer Mittel finanziell privilegiert, indem ihnen auf langfristig gehaltene Aktien eine höhere Dividende ausgerichtet wird. Beim Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht muss der Berechnete zwar auch den Ausgabebetrag bezahlen, jedoch ist dieser reduziert.

²⁴⁸⁵ Entgegen dem Wortlaut von Art. 653 Abs. 1 OR können Optionsrechte auch so ausgestaltet werden, dass sie zum Bezug von Partizipationsscheinen berechnen (vgl. statt vieler BÖCKLI, Aktienrecht, § 3 N 267 f.).

²⁴⁸⁶ Eine Privilegierung in Bezug auf das Stimmrecht stellt eine stärkere Ungleichbehandlung dar, kann aber zugleich einen stärkeren Anreiz zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen setzen. Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit siehe im Einzelnen hinten Rz. 1434 ff.

sein.²⁴⁸⁷ Nur wenn die Aktionäre wissen, in welchem Umfang sie privilegiert werden, wenn sie ihre Aktien langfristig halten, kann die Privilegierung als Anreiz für langfristige Aktionärsbeteiligungen wirken.²⁴⁸⁸ Eine Begrenzung gibt dem Verwaltungsrat einen Rahmen für die Ausgestaltung der Optionsbedingungen vor und verhindert, dass langfristig beteiligte Aktionäre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären unverhältnismässig stark bevorzugt werden.

- 1378 Die Privilegierung der langfristig beteiligten Aktionäre im Zusammenhang mit den Loyalitätsoptionen muss verhältnismässig sein. Es ist schwierig, eine angemessene Beschränkung festzulegen. Es wäre denkbar, das Mass der Privilegierung in den Optionsbedingungen so festzulegen, dass es stufenweise grösser wird. Dann würde der Aktionär mehr Loyalitätsoptionen ausüben dürfen, je länger er die den Optionen zugrunde liegenden Aktien hält.²⁴⁸⁹ Damit die Regelung einfach umzusetzen sowie klar und mithin wirksam ist, ist erstens zu empfehlen, das Verhältnis zu den bisherigen Aktien, in dem die Loyalitätsoptionen ausgegeben werden, zu bestimmen. Zweitens sollte bestimmt werden, wie das Ausübungsverhältnis ist, d.h. wie viele Aktien mit der Ausübung einer Option gezeichnet werden können. Die Festsetzung einer verhältnismässigen Privilegierung ist anspruchsvoll. Ein Ansatzpunkt ist die im Rahmen der Aktienrechtsrevision vorgebrachte Privilegierung im Zusammenhang mit Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechten und dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. Im Rahmen der Aktienrechtsrevision wurde eine Privilegierung langfristiger Aktionäre im Umfang von bis zu 20% offenbar als verhältnismässig erachtet.²⁴⁹⁰ In der Unternehmenspraxis sind Beispiele bekannt, in denen pro Anzahl Aktien, die ohnehin zum Bezug eines Optionsrechts berechtigen, zusätzlich eine Loyalitätsoption gewährt wurde. Es erscheint deshalb angemessen, sich bei der Festsetzung des Masses der Privilegierung an diesem Rahmen zu orientieren.²⁴⁹¹

²⁴⁸⁷ Auch wenn der Verwaltungsrat nach dispositiver gesetzlicher Regelung für die Festsetzung des Ausgabebetrags zuständig ist und dieser nicht im Beschluss zum bedingten Kapital enthalten sein muss – sofern das Vorwegzeichnungsrecht gewährt wird.

²⁴⁸⁸ Vgl. vorne Rz. 673 f.

²⁴⁸⁹ Z.B. im Verhältnis 1:10 bei einer zweijährigen Haltedauer, im Verhältnis 2:10 bei einer dreijährigen Haltedauer usw.

²⁴⁹⁰ Vgl. Art. 661a Abs. 1 E-OR N 2020 (Loyalitätsdividenden); Art. 652b Abs. 5 E-OR N 2020 (Loyalitätsbezugsrechte); Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis} i.V.m. Art. 652b Abs. 5 E-OR N 2020 (Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht). Das könnte z.B. sinngemäss bedeuten, dass die Optionen im Verhältnis 1:1 zu den bisherigen Aktien ausgegeben werden und im Verhältnis 5:1 in neue Aktien umgewandelt werden können. Ein langfristig beteiligter Aktionär könnte seine Beteiligung somit gegenüber einem kurzfristig beteiligten Aktionär um 20% steigern.

²⁴⁹¹ Zur Verhältnismässigkeit der Privilegierung siehe im Einzelnen hinten Rz. 1482 ff.

Veräussert der Aktionär einen Teil der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien, sollte er nur ein *anteilmässiges Ausübungsrecht* im Zusammenhang mit den Optionen haben. Zur Bemessung des Anspruchs auf Ausübung der Loyalitätsoptionen wäre nur derjenige Teil der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien massgeblich, die der Aktionär langfristig gehalten hat.²⁴⁹² Könnte der Aktionär sämtliche ihm zugeteilten Optionsrechte ausüben, obwohl er nur einen Teil seiner Beteiligung langfristig gehalten hat, könnte der Regelungszweck von Loyalitätsoptionen umgangen werden. Der langfristig beteiligte Aktionär wird somit lediglich im Zusammenhang mit demjenigen Teil der Optionsrechte privilegiert, der dem langfristig gehaltenen Teil seiner Aktien entspricht. 1379

Die Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen könnte zusätzlich zur betragsmässigen Beschränkung der Begünstigung auch eine *Beschränkung pro Aktionär* vorsehen. Dazu müsste in der Statutenbestimmung oder den Optionsbedingungen festgelegt werden, dass die Optionsrechte nur in Bezug auf denjenigen Anteil an langfristigem Aktienkapital ausgeübt werden dürfen, der pro Aktionär einen bestimmten Prozentsatz am Aktienkapital nicht übersteigt. Damit kann erreicht werden, dass langfristig beteiligte Grossaktionäre nur bis zu einem gewissen Mass bevorzugt werden. Eine solche Regelung würde aber zu einer doppelten Ungleichbehandlung führen, die für sich gesehen auch sachlich gerechtfertigt sein müsste. Eine Rechtfertigung, Grossaktionäre in Bezug auf Loyalitätsoptionen anders zu behandeln, könnte höchstens bestehen, wenn ohne Beschränkung mit negativen Auswirkungen auf die Liquidität der Aktien und somit die Qualität der Preisbildung gerechnet werden müsste. Dieser Zusammenhang ist aber nicht erwiesen.²⁴⁹³ Es sollte deshalb von einer zusätzlichen Beschränkung der Privilegierung pro Aktionär abgesehen werden. 1380

II. Materielle Gültigkeit

Nachdem die Grundzüge eines möglichen Modells zur Umsetzung von Loyalitätsoptionen im schweizerischen Recht umschrieben wurden, wird in einem nächsten Schritt die materielle Gültigkeit einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen geprüft. Die materielle Gültigkeit beurteilt sich nach dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht (A.). Sie betrifft im Wesent- 1381

²⁴⁹² Hält ein Aktionär z.B. die Hälfte seiner Aktien seit mehr als zwei Jahren, die andere Hälfte jedoch erst kürzer, hat er lediglich Anspruch auf Loyalitätsoptionen entsprechend der Hälfte der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien.

²⁴⁹³ Siehe im Einzelnen hinten Rz. 674.

lichen die Frage des Zustandekommens (B.) sowie des Geltungsbereichs der Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen in subjektiver Hinsicht (C.), objektiver Hinsicht (D.) und zeitlicher Hinsicht (E.).

A. Anwendbares Recht

1382 Es geht um das anwendbare Recht in Bezug auf das Zustandekommen, den Geltungsbereich und die Zulässigkeit einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen in den *Statuten schweizerischer Aktiengesellschaften*. Das auf die Gesellschaft anwendbare Recht erstreckt sich namentlich auf die Beziehungen zwischen der Gesellschaft und ihren Mitgliedern.²⁴⁹⁴ Die Mitgliedschaftsrechte und somit auch das Bezugsrecht im Zusammenhang mit der Emission von Aktionärsoptionen gehören zu den internen Beziehungen.²⁴⁹⁵ Bei Statutenklauseln betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen geht es um die Modalitäten des Optionsrechts. Die Gültigkeit solcher Klauseln und die Voraussetzungen der Anfechtung eines entsprechenden Generalversammlungsbeschlusses unterstehen somit dem Recht des Staates, nach dessen Vorschriften die Gesellschaft organisiert ist. Im Falle der Einführung bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen in den Statuten schweizerischer Aktiengesellschaften ist schweizerisches Recht anwendbar. Eine Rechtswahl ist konzeptionell ausgeschlossen.²⁴⁹⁶

B. Zustandekommen einer Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen

1. Loyalitätsoptionen als möglicher Statuteninhalt

1383 Zunächst muss untersucht werden, ob ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen überhaupt als *zulässiger Statuteninhalt* infrage kommt. Diese Frage muss anhand des Zwecks der Statuten ermittelt werden.

a) Gesetzliche Schranken

1384 Das Gesetz enthält einige formelle und materielle *Anforderungen an den Statuteninhalt*. In materieller Hinsicht sind namentlich die Grundstruktur der Aktiengesell-

²⁴⁹⁴ Art. 154 Abs. 1 i.V.m. Art. 155 lit. f IPRG.

²⁴⁹⁵ CR LDIP-GUILLAUME, Art. 155, N 23; vgl. ZK-VISCHER/WEIBEL, Art. 155 IPRG, N 24.

²⁴⁹⁶ Vgl. vorne Rz. 766 ff.

schaft, der Eigenkapitalschutz, die unentziehbaren Aktionärsrechte und der Minderheitenschutz sowie das Rechnungslegungs- und Revisionsrecht zu beachten.²⁴⁹⁷

b) *Loyalitätsoptionen als Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses*

Es lassen sich aus den gesetzlichen Vorgaben kaum positive Erkenntnisse zum potenziellen Inhalt der Statuten herleiten. Es muss deshalb aus dem Zweck der Statuten – die *Regelung aller körperschaftlichen Rechtsverhältnisse* – hergeleitet werden, inwieweit Loyalitätsoptionen ein möglicher Regelungsgegenstand von Statuten sein können. 1385

Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsoptionen ist ein *Teil des gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnisses*. In subjektiver Hinsicht sind alle Personen von der Regelung betroffen, die zum Zeitpunkt der Ausgabe der Optionsrechte Aktionäre sind. In objektiver Hinsicht handelt es sich bei Loyalitätsoptionen um eine gesellschaftsrechtliche Angelegenheit. Bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen kommen die Bestimmungen zum Bezugsrecht sinngemäss zur Anwendung.²⁴⁹⁸ Es geht somit um eine Modifikation des körperschaftlichen Bezugsrechts und somit um eine gesellschaftsrechtliche Angelegenheit. 1386

2. Erforderlichkeit einer statutarischen Grundlage

Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen muss im Rahmen einer Statutenbestimmung erfolgen. Die Notwendigkeit einer Statutenbestimmung ergibt sich aus den gesetzlichen *Bestimmungen zum bedingten Kapital*. Räumt eine Gesellschaft Aktionären Optionsrechte ein, müssen die Grundzüge der bedingten Kapitalerhöhung in die Statuten aufgenommen werden.²⁴⁹⁹ Zudem sollte auch der Grund der Ausgabe von Loyalitätsoptionen in die Statuten aufgenommen werden. Eine statutarische Grundlage ist deshalb bereits aus formellen Gründen erforderlich. 1387

Eine statutarische Grundlage ist aber auch zur Gewährleistung der *Wirksamkeit* von Loyalitätsoptionen erforderlich. Damit Loyalitätsoptionen die gewünschte Wirkung erzielen, müssen die Statuten die Grundsätze der Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre, d.h. die Voraussetzungen der Begünstigung, enthalten. Es dürfte genügen, wenn der Generalversammlungsbeschluss in bestimmbarer Weise 1388

²⁴⁹⁷ Siehe vorne Rz. 772.

²⁴⁹⁸ Siehe vorne Rz. 1182.

²⁴⁹⁹ Vgl. Art. 653b OR.

umschreibt, in welchem Verhältnis zu langfristig gehaltenen Aktien die Loyalitätsoptionen ausgegeben werden und wie das Ausübungsverhältnis ist.²⁵⁰⁰ Legt die Generalversammlung diese Grundsätze nicht fest, ist der Verwaltungsrat bei der Ausgestaltung der Optionsbedingungen nicht verpflichtet, langfristig beteiligte Aktionäre zu begünstigen. Ein blosser Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss würde demnach nicht genügen, um langfristig beteiligte Aktionäre im Zusammenhang mit der Ausgabe von Optionsrechten zu bevorzugen. Dazu bedarf es einer ausdrücklichen Erwähnung in den Statuten im Zusammenhang mit dem bedingten Kapital.

3. Erforderlichkeit einer separaten Aktienkategorie

- 1389 Das Gesetz äussert sich nicht ausdrücklich zur Möglichkeit der Gewährung eines *aufschiebend bedingten Ausübungsrechts* im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen.²⁵⁰¹ Der notwendige Inhalt einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital besteht aus dem Nennbetrag der Kapitalerhöhung, der Anzahl, dem Nennwert und der Art der Aktien sowie dem Kreis der Optionsberechtigten.²⁵⁰² Der Verwaltungsrat ist sodann frei, im Rahmen der statutarischen Ermächtigung die Optionsbedingungen festzulegen. Die gesetzlichen Regeln zum bedingten Kapital stehen der Gewährung von Optionen, die erst nach einer bestimmten Haltedauer ausgeübt werden dürfen, zumindest nicht ausdrücklich entgegen.²⁵⁰³
- 1390 Die Beschränkung des Ausübungsrechts der Optionen auf bestimmte Aktionäre derselben Kategorie aufgrund einer langfristigen Haltedauer ist in Anbetracht der Bestimmungen zum Inhalt der Statutenbestimmung zum bedingten Kapital *nicht verboten*. Es könnte aber sein, dass die aufschiebende Bedingung des Ausübungsrechts als faktische Einschränkung des Bezugsrechts der Aktionäre qualifiziert

²⁵⁰⁰ Es muss den Aktionären klar sein, unter welchen Voraussetzungen und in welchem Mass sie ungleich behandelt werden könnten. Diese Angaben sollen es ihnen ermöglichen, sich bewusst für oder gegen das Aufrechterhalten ihrer Beteiligung zu entscheiden. Vgl. z.B. die Emission von Loyalitätsoptionen durch die französische Gesellschaft Michelin S.C.A., in der die Loyalitätsoptionen im Verhältnis 1:10 ausgegeben wurden. Die Aktionäre erhielten zusätzlich zu den gewöhnlichen Optionsrechten pro zehn langfristig gehaltene Aktien eine Loyalitätsoption zugeteilt. Siehe hierzu vorne Rz. 669.

²⁵⁰¹ Vgl. Art. 653b OR.

²⁵⁰² Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 1–3 OR. Je nach Ausgestaltung des bedingten Kapitals sind weitere Angaben notwendig (vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4–6, Abs. 2 OR).

²⁵⁰³ Vgl. Art. 653b OR; DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164.

würde. Das Bezugsrecht kommt im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung zur Ausgabe von Aktionärsoptionen sinngemäss zur Anwendung.²⁵⁰⁴ Deshalb muss im Rahmen der Prüfung der aktienrechtlichen Zulässigkeit von Loyalitätsoptionen insbesondere untersucht werden, ob eine Einschränkung des Bezugsrechts vorliegt und, falls ja, ob diese Einschränkung durch einen wichtigen Grund gerechtfertigt werden kann.²⁵⁰⁵

4. Form der Statuten und Beschlussquorum

Die Aufnahme einer Bestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen in die Gesellschaftsstatuten erfolgt gemäss den Bestimmungen des anwendbaren Gesellschaftsrechts. Das ist in dem der Untersuchung zugrunde liegenden Grundmodell das schweizerische Aktienrecht.²⁵⁰⁶ Danach richten sich sowohl die Form der Statuten als auch das massgebliche Beschlussquorum. 1391

a) Form der Statuten

Die Statuten und somit die Bestimmungen betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen müssen in schriftlicher Form abgefasst werden. Die Bestimmung würde im Rahmen eines Beschlusses zum bedingten Kapital in die Statuten aufgenommen werden.²⁵⁰⁷ Dieser Beschluss muss *öffentlich beurkundet* werden, unabhängig davon, ob er die originären Statuten oder eine Statutenänderung betrifft.²⁵⁰⁸ 1392

b) Beschlussquorum

Ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen kann in der Regel mit einem *qualifizierten Quorum* von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte eingeführt werden.²⁵⁰⁹ Loyalitätsoptionen werden im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung gewährt. Der Beschluss 1393

²⁵⁰⁴ Siehe vorne Rz. 1182.

²⁵⁰⁵ Vgl. Art. 653c Abs. 1 i.V.m. Art. 652b Abs. 2 OR.

²⁵⁰⁶ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 1382.

²⁵⁰⁷ Zusätzlich zum notwendigen Statuteninhalt gem. Art. 653b Abs. 1 OR würde die Bestimmung auch die Grundlagen zur Gewährung zusätzlicher Optionen für langfristig beteiligte Aktionäre beinhalten. Siehe hierzu hinten Anhang 4.

²⁵⁰⁸ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 801 f.

²⁵⁰⁹ Sollten bereits bei der Gründung der Gesellschaft Loyalitätsoptionen eingeführt werden, braucht es einen einstimmigen Beschluss der Gründeraktionäre. Vgl. hierzu Art. 629 Abs. 1 OR.

zur Einführung des bedingten Kapitals liegt in der unübertragbaren Kompetenz der Generalversammlung.²⁵¹⁰ Für Statutenänderungen genügt in der Regel das absolute Mehr der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen. Das Gesetz sieht für bestimmte als besonders wichtig eingestufte Beschlüsse qualifizierte Quoren oder gar Einstimmigkeit vor.²⁵¹¹ Die Einführung eines bedingten Kapitals und die Einschränkung des Bezugsrechts erfordern ein qualifiziertes Quorum von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.²⁵¹² Loyalitätsoptionen werden im Zusammenhang mit einem bedingten Kapital zur Ausgabe von Aktionärsoptionen eingeräumt. Deren Einführung ist somit nur unter Einhaltung des für das bedingte Kapital geltenden Quorums möglich.

- 1394 Die Erforderlichkeit des qualifizierten Quorums dient dem *Schutz der Minderheitsaktionäre*. Ein Beschluss zur Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen ist die Grundlage für die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären. Er greift insofern in die Rechtsstellung der Aktionäre ein. Die Gewährung von Loyalitätsoptionen bedürfte unter Umständen für sich gesehen eines qualifizierten Quorums, soweit deren Einführung zugleich als Einschränkung des Bezugsrechts qualifiziert würde.²⁵¹³ Die erhöhte Schranke zur Einführung eines bedingten Kapitals – sei es mit oder ohne Loyalitätsoptionen – ist im Sinne des Minderheitenschutzes zu begrüßen.

5. Wirksamkeit der Statutenklausel

- 1395 Die Einführung des bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen ist erst wirksam mit der Eintragung ins Handelsregister. Seit Januar 2021 werden Handelsregistereinträge mit dem Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung im SHAB wirksam. Eine Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital – sei es mit oder ohne Loyalitätsoptionen – ist somit wirksam ab dem *Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung* der Statutenänderung im SHAB. Die Publizitätswirkung des Eintrags beginnt demnach mit der elektronischen Veröffentlichung.²⁵¹⁴

²⁵¹⁰ Vgl. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR. Die Durchführung einer bedingten Kapitalerhöhung bedarf einer Änderung der Statuten (vgl. Art. 653b Abs. 1 OR).

²⁵¹¹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 803.

²⁵¹² Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 und 5 OR.

²⁵¹³ Siehe hierzu hinten Rz. 1474 ff.

²⁵¹⁴ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 806 f.

6. Notwendiger Inhalt

a) *Vorbemerkung zur Bestimmtheit der Regelung*

Die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsoptionen muss die *Grundzüge* der Gewährung zusätzlicher Optionen für langfristig beteiligte Aktionäre enthalten. Das heisst, sie muss Aufschluss über den notwendigen Inhalt geben, ohne den die Klausel nicht anwendbar wäre. Der notwendige Inhalt einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital – sei es mit oder ohne Loyalitätsoptionen – besteht aus dem Nennbetrag der Kapitalerhöhung, der Anzahl, dem Nennwert und der Art der Aktien und dem Kreis der Optionsberechtigten.²⁵¹⁵ Über den vom Gesetz vorgeschriebenen notwendigen Inhalt hinaus müssen die Grundzüge der Begünstigung dargelegt werden, damit sich die Aktionäre darüber informieren können, inwieweit sich ihre Rechtsstellung durch die Statutenklausel verändert.²⁵¹⁶ Deshalb muss die Statutenklausel zum bedingten Kapital den Geltungsbereich der Regelung in persönlicher, sachlicher und zeitlicher Hinsicht umschreiben. Dazu gehören die Voraussetzungen der Berechtigung zur Zeichnung zusätzlicher Optionen inklusive des Nachweises der Berechtigung, das Mass der Berechtigung und der Beginn sowie gegebenenfalls das Ende der Berechtigung.²⁵¹⁷ 1396

Sind die Voraussetzungen, das Mass der Berechtigung und der Beginn sowie das Ende der Berechtigung zur Zeichnung zusätzlicher Optionen bekannt und hinreichend bestimmt, bildet die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital eine genügende *Grundlage für die Anwendung in der Praxis*. Sie enthält dann die erforderlichen Angaben, anhand derer die Aktionäre die Rechtmässigkeit der Loyalitätsoptionen und deren Einfluss auf ihre Rechtsstellung beurteilen oder gerichtlich überprüfen lassen können.²⁵¹⁸ 1397

b) *Voraussetzungen der Berechtigung*

Die Statutenbestimmung sollte erstens Aufschluss geben über die *Voraussetzungen des Anspruchs auf Loyalitätsoptionen*. Damit wird der persönliche Geltungsbereich bestimmt. Mit Loyalitätsoptionen nach dem vorliegend untersuchten Grundmodell sollen langfristig beteiligte Aktionäre begünstigt und gefördert wer- 1398

²⁵¹⁵ Art. 653b Abs. 1 OR.

²⁵¹⁶ Art. 653b Abs. 2 OR.

²⁵¹⁷ Vgl. zu den Parametern des Grundmodells vorne Rz. 1345 ff.

²⁵¹⁸ Z.B. im Rahmen einer Klage auf Anfechtung eines Generalversammlungsbeschlusses gem. Art. 706 f. OR.

den. Das wird erreicht, indem die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital die Bedingungen enthält, unter denen die Aktionäre die Loyalitätsoptionen ausüben können.

- 1399 Damit langfristige Aktionärsbeteiligungen gefördert werden, sollte eine ununterbrochene *mindestens zweijährige Aktionärsbeteiligung* nach der Ausgabe der Optionen vorausgesetzt werden für das Entstehen des Ausübungsrechts. Das bedeutet, dass der optionsberechtigte Aktionär die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien nach der Optionsemission ununterbrochen während mindestens zweier Jahre halten sollte. Zum Nachweis der Dauer der Beteiligung sollte auf die Dauer des Eintrags im Aktienbuch abgestellt werden. Darüber hinaus sollten die Statuten als zusätzliche Voraussetzung einen Nachweis verlangen, dass auch die wirtschaftliche Berechtigung während der vorausgesetzten Haltedauer nicht gewechselt hat.²⁵¹⁹

c) *Mass der Berechtigung*

- 1400 Die Statutenbestimmung sollte zweitens Angaben zum *Mass der Berechtigung*, mithin zum Verhältnis zu langfristig gehaltenen Aktien, in dem die Loyalitätsoptionen ausgegeben werden, enthalten. Das Mass der Berechtigung bestimmt den Geltungsbereich der Begünstigung in sachlicher Hinsicht, indem es Aufschluss gibt über die Art und die Höhe der Privilegierung. Es ist zweckmässig und genügt den Anforderungen an die Bestimmtheit, wenn die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital in bestimmbarer Weise festlegt, auf wie viele langfristig gehaltene Aktien eine Loyalitätsoption zugeteilt wird und wie das Ausübungsverhältnis ist. Dementsprechend bestünde das Privileg im Entstehen des Ausübungsrechts in Bezug auf die Loyalitätsoptionen, die gemäss den Vorgaben in den Statuten zugeteilt wurden. Dieses Verhältnis sollte im Sinne der Bestimmtheit und Vorhersehbarkeit klar festgelegt werden statt bloss im Sinne einer Obergrenze.²⁵²⁰

d) *Beginn der Berechtigung*

- 1401 Die Statutenbestimmung sollte drittens Aufschluss geben über den *Beginn der Berechtigung* zur Ausübung der Loyalitätsoptionen sowie gegebenenfalls deren Ende. Damit wird der Geltungsbereich der Regelung in zeitlicher Hinsicht bestimmt. Ist bestimmt, wann die Aktionäre die Optionsrechte ausüben können, ist die Begünstigung für die Aktionäre vorhersehbar. Damit wird klar, ab welchem

²⁵¹⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1361; hinten Anhang 4 Ziff. 4.

²⁵²⁰ Vgl. vorne Rz. 1071 und 1242; hinten Anhang 4.

Zeitpunkt die Haltedauer zur Ermittlung der Berechtigung zur Ausübung der Optionen angerechnet wird.

e) Weitere Angaben

Darüber hinaus können die Statuten oder die Optionsbedingungen auch *weitere Angaben* enthalten, die Aufschluss über die Anwendung geben, aber nicht erforderlich sind für das Verständnis der Grundzüge von Loyalitätsoptionen.²⁵²¹ Sie sind indes für die Gültigkeit der Statutenbestimmung und deren Zustandekommen nicht erforderlich. Solche Einzelheiten der Regelung betreffend Loyalitätsoptionen können folglich auch in den Optionsbedingungen enthalten sein, die durch den Verwaltungsrat ausgestaltet werden. 1402

C. Subjektiver Geltungsbereich

Bei einer Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsoptionen besteht die Bindungswirkung einerseits für die Gesellschaft und deren Organe und andererseits für die Aktionäre und gegebenenfalls die Partizipanten. 1403

1. Bindungswirkung für die Gesellschaft

Beschliesst die Gründerversammlung oder die Generalversammlung im Rahmen einer Statutenänderung die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen, ist die Bestimmung *kraft Gesetz* für die Gesellschaft verbindlich. Das bedeutet, dass die berechtigten Personen innerhalb der Sozialsphäre der Gesellschaft, namentlich die Aktionäre und Partizipanten, einen Anspruch auf die korrekte Anwendung der Statutenbestimmung, d.h. die Zuteilung der Loyalitätsoptionen, haben. Wird die Bestimmung bei der Umsetzung der bedingten Kapitalerhöhung nicht korrekt angewendet, können die Aktionäre und gegebenenfalls die Partizipanten sich – je nach Umständen – mit dem Antrag auf eine Sonderuntersuchung oder eine Verantwortlichkeitsklage wehren. Eine Anfechtung von Verwaltungsratsbeschlüssen ist hingegen nicht möglich.²⁵²² 1404

²⁵²¹ Dazu gehört z.B. die Frage, was im Falle einer Übertragung der Aktien mit dem Recht auf Loyalitätsoptionen geschieht.

²⁵²² Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 1075 und 1246.

2. Bindungswirkung für die Aktionäre

a) *Anordnungskompetenz der Gesellschaft*

1405 Die Regelung von Loyalitätsoptionen liegt in der Anordnungskompetenz der Gesellschaft. Statutenklauseln, welche die Gestaltung des körperschaftlichen Rechtsverhältnisses zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären zum Gegenstand haben, regeln die *internen Verhältnisse*. Sie unterstehen mithin der Anordnungskompetenz der Gesellschaft. Eine Statutenbestimmung betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen tangiert das körperschaftliche Bezugsrecht der Aktionäre im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung. Sie ist somit von der Anordnungskompetenz der Gesellschaft gedeckt und kann – unter Vorbehalt der aktienrechtlichen Zulässigkeit – mittels Beschluss gültig in die Statuten aufgenommen werden.²⁵²³

b) *Vom Geltungsbereich erfasste Mitglieder der Gesellschaft*

aa) Umfassender und beschränkter Geltungsbereich

1406 Die Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen hat grundsätzlich einen *umfassenden persönlichen Geltungsbereich*. Entschliesst sich eine Gesellschaft für die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen, wird die Bestimmung entsprechend dem restlichen Inhalt der Statuten für alle Aktionäre verbindlich. Ebenfalls vom Geltungsbereich erfasst sind Partizipanten.²⁵²⁴

1407 Es ist theoretisch denkbar, dass der Anwendungsbereich einer Statutenbestimmung auf bestimmte Aktionäre oder Aktionärsgruppen beschränkt wird. Es ist in diesem Falle aber zu prüfen, ob die Einschränkung nicht dem Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre widerspricht. Das *Gleichbehandlungsgebot* verbietet die sachlich nicht gerechtfertigte und unverhältnismässige Ungleichbehandlung von Aktionären oder Aktionärsgruppen.²⁵²⁵ Es ist umstritten, ob eine Bevorzugung langfristiger Aktionäre durch Gewährung des Ausübungsrechts unter Gleichbehandlungsaspekten zulässig ist.²⁵²⁶

1408 Eine *Einschränkung des subjektiven Geltungsbereichs* der Statutenklausel auf bestimmte Aktionäre liegt nicht im Interesse der Gesellschaft und ist deshalb unter

²⁵²³ Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit siehe hinten Rz. 1423.

²⁵²⁴ Zum Anspruch der Partizipanten siehe vorne Rz. 1354.

²⁵²⁵ Siehe vorne Rz. 937 ff.

²⁵²⁶ Siehe hinten Rz. 1467 ff.

Gleichbehandlungsgesichtspunkten unzulässig. Die Einschränkung würde bedeuten, dass gewisse Aktionäre von vornherein nicht die gleichen Voraussetzungen für die Zuteilung von Loyalitätsoptionen haben. Das wirkt sich negativ auf die Wirksamkeit der Regelung zur Zielerreichung aus. Eine Einschränkung führt deshalb von Anfang an zu einer Ungleichbehandlung, die sich nicht rechtfertigen liesse. Die Einschränkung des subjektiven Geltungsbereichs der Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen wäre somit unzulässig.

Im Folgenden wird deshalb davon ausgegangen, dass ein bedingtes Kapital mit einer umfassenden, d.h. für alle Aktionäre verbindlichen Statutenbestimmung eingeführt wird. 1409

bb) Geltung für bestehende und neue Aktionäre

Die Statutenbestimmung betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsoptionen ist verbindlich für *alle bestehenden und künftigen Aktionäre* – unabhängig von deren Zustimmung und der Art des Erwerbs der Aktien.²⁵²⁷ 1410

Eine besondere Konstellation ergibt sich im Falle einer Vinkulierung, zumal die Gesellschaft der Aktienübertragung in diesem Falle zustimmen muss. Vor der Erteilung der Zustimmung gehen bei *nicht börsenkotierten vinkulierten Namenaktien* die Aktionärsstellung einschliesslich Mitgliedschaftsrechte grundsätzlich nicht auf den Erwerber über. Damit erstreckt sich auch der subjektive Geltungsbereich der Statuten im Grundsatz noch nicht auf den Erwerber. Der Aktionär wird vor der Zustimmung der Gesellschaft nicht ins Aktienbuch eingetragen. Vor der Zustimmung der Gesellschaft wird dem Erwerber noch kein Bezugsrecht gewährt. Bei einer Übertragung durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung gehen indes das Eigentum und die Vermögensrechte und mithin das Bezugsrecht auch ohne Zustimmung der Gesellschaft auf den Erwerber über.²⁵²⁸ 1411

Bei einer Übertragung *börsenkotierter vinkulierter Namenaktien* beginnt die zur Ermittlung der Berechtigung auf Loyalitätsoptionen massgebliche Frist gleich nach der Übertragung zu laufen. Bis zur Anerkennung wird der Erwerber als Aktionär ohne Stimmrecht ins Aktienbuch eingetragen. Das Bezugsrecht und allfällige Loyalitätsoptionen müssen ihm aber gewährt werden. Erfolgt die Übertragung durch Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht, wird der Erwerber unverzüglich ins Aktienbuch eingetragen, zumal eine Ablehnung diesfalls nicht möglich ist. In beiden Fällen der Übertragung börsenkotierter vinkulierter Namenaktien ist der 1412

²⁵²⁷ Vgl. im Einzelnen hierzu vorne Rz. 823 ff.

²⁵²⁸ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 829.

Erwerber nach der Übertragung vom Geltungsbereich der Statuten und somit von einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen erfasst.²⁵²⁹

cc) Keine Geltung für ausgetretene Aktionäre

- 1413 Die Bindungswirkung der Statutenbestimmungen für Aktionäre ist grundsätzlich beschränkt auf die *Dauer des Mitgliedschaftsverhältnisses*. Gibt der Aktionär seine Aktionärsstellung auf, wird er von den Mitgliedschaftsrechten und -pflichten befreit.²⁵³⁰ Er ist dann nicht mehr vom Geltungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen erfasst. Soweit er die Optionen vor der Aufgabe des Mitgliedschaftsverhältnisses gezeichnet hat, richtet sich sein Anspruch auf Bezug neuer Aktien durch Ausübung der Loyalitätsoptionen nach den Optionsbedingungen. Soweit er die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien während der festgelegten Frist gehalten hat, kann er die Loyalitätsoptionen ausüben.

3. Bindungswirkung für Organmitglieder

- 1414 Statutenbestimmungen haben Geltung gegenüber allen Organen der Gesellschaft. Dazu gehören die formellen Organe, die materiellen Organe und die faktischen Organe. Eine Statutenbestimmung betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen ist *für alle Organe massgeblich*. Aber es kommen nur dem Verwaltungsrat und der Revisionsstelle gesellschaftsrechtliche Pflichten im Zusammenhang mit der Umsetzung der Regelung zu. Der Verwaltungsrat der Aktiengesellschaft ist für die Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung verantwortlich. Er muss sich bei der Gestaltung der Optionsbedingungen an die Auflagen des Generalversammlungsbeschlusses zum bedingten Kapital, insbesondere an diejenigen im Zusammenhang mit den Loyalitätsoptionen, halten.²⁵³¹ Die Revisionsstelle prüft, ob die Ausgabe der neuen Aktien auf der Grundlage des bedingten Kapitals dem Gesetz, den Statuten und – sofern er erforderlich ist – dem Emissionsprospekt entsprechen hat.²⁵³² In diesem Rahmen würde auch geprüft, ob die Voraussetzungen

²⁵²⁹ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 830.

²⁵³⁰ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 833.

²⁵³¹ Das bedeutet, dass er denjenigen Aktionären, welche die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien während der statutarisch vorgegebenen Frist gehalten haben und ihre Loyalitätsoptionen ausüben, die entsprechenden Aktien ausgeben muss.

²⁵³² Vgl. Art. 654f Abs. 1 OR.

zur Ausübung der Loyalitätsoptionen erfüllt sind. Demgegenüber haben die Generalversammlung sowie die materiellen und faktischen Organe keine Befugnisse oder Pflichten im Zusammenhang mit der Umsetzung der statutarischen Vorgaben betreffend Loyalitätsoptionen.

4. Bindungswirkung für Dritte

Die Statuten entfalten im Grundsatz *keine Bindungswirkung gegenüber Drittpersonen* ausserhalb der Sozialsphäre der Gesellschaft. Der Inhalt der Statuten einer Aktiengesellschaft kann höchstens mittelbar für Drittpersonen von Bedeutung sein.²⁵³³ Dieser Grundsatz gilt auch für eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen. Loyalitätsoptionen können auch nicht mittelbar für Dritte mit einer rechtsgeschäftlichen Beziehung zum Aktionär relevant sein, zumal das Bezugsrecht dem Aktionär zusteht.²⁵³⁴ 1415

5. Bindungswirkung im Konzern

Die Bindungswirkung einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen ist nach dem Gesagten beschränkt auf die Gesellschaft selbst, deren Organpersonen und deren Aktionäre. Die Gesellschaftsstatuten beanspruchen grundsätzlich *keine Geltung gegenüber Konzerngesellschaften*.²⁵³⁵ Andere Gesellschaften, die mit der Gesellschaft in einem Konzernverhältnis verbunden sind, werden von der Bindungswirkung einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen ausnahmsweise erfasst, wenn sie zugleich Aktionärinnen der Gesellschaft sind.²⁵³⁶ 1416

6. Fazit

Der subjektive Geltungsbereich einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen erstreckt sich in erster Linie auf die *Aktionäre* und gegebenenfalls auf die Partizipanten, unabhängig davon, ob sie seit der Gründung Mitglieder der Gesellschaft sind oder ihr später mittels originären oder derivativen Erwerbs von Aktien oder Partizipationsscheinen beigetreten 1417

²⁵³³ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 849.

²⁵³⁴ Zum Verhältnis zwischen Bezugsrecht und Nutzniessung an oder Verpfändung von Aktien siehe vorne Rz. 1367.

²⁵³⁵ Zum Konzernbegriff siehe vorne Rz. 850.

²⁵³⁶ Vgl. vorne Rz. 851.

sind. Die Statutenbestimmung entfaltet keine Wirkung gegenüber ausgetretenen Aktionären. Diese können aber – je nach Optionsbedingungen – ihre Optionsrechte noch ausüben.²⁵³⁷

- 1418 Darüber hinaus ist die Statutenbestimmung massgeblich für bestimmte *Gesellschaftsorgane*. Dem Verwaltungsrat und der Revisionsstelle kommen im Zusammenhang mit der bedingten Kapitalerhöhung Befugnisse und Pflichten zu. Der Verwaltungsrat muss die Auflagen betreffend Loyalitätsoptionen gemäss Ermächtigungsbeschluss bei der Ausgestaltung der Optionsbedingungen einhalten. Die Revisionsstelle prüft insbesondere, ob die Ausgabe der neuen Aktien gesetzes- und statutenkonform war. Die materiellen und faktischen Organe und die Generalversammlung sind an der Umsetzung nicht beteiligt.²⁵³⁸

D. Objektiver Geltungsbereich

- 1419 Der objektive Geltungsbereich einer Regelung betreffend Loyalitätsoptionen erstreckt sich auf Kapitalerhöhungen im Zusammenhang mit dem *bedingten Kapital*, mit dem sie eingeführt wird.
- 1420 Von der Frage des objektiven Geltungsbereichs abzugrenzen ist die Frage, ob die Regelungen aus aktienrechtlicher Sicht zulässig sind. Darauf wird an anderer Stelle eingegangen.²⁵³⁹

E. Zeitlicher Geltungsbereich

- 1421 Eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen wird in der Regel mit der *Eintragung ins Handelsregister* wirksam. Seit Januar 2021 werden Handelsregistereinträge mit dem Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung im SHAB wirksam. Die Statutenklausel beansprucht demnach ab dem Zeitpunkt der Eintragung ins Handelsregister Geltung *ex nunc*. Sind die Optionsrechte erloschen, so hebt der Verwaltungsrat die Statutenbestimmungen zum bedingten Kapital auf.²⁵⁴⁰

²⁵³⁷ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1406 ff.

²⁵³⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1414.

²⁵³⁹ Siehe hinten Rz. 1432 ff.

²⁵⁴⁰ Zum Gesagten siehe vorne Fn. 2336.

Vom zeitlichen Geltungsbereich der Statutenbestimmung ist die Frage abzugrenzen, ob die Statutenbestimmung in Bezug auf die Berechtigung auf einen *Sachverhalt in der Vergangenheit* abstellen darf.²⁵⁴¹ 1422

III. Aktienrechtliche Zulässigkeit

A. Aktionärsrechte als Schranke der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit

Die Aktiengesellschaft ist grundsätzlich frei, ihre Statuten nach ihren Wünschen auszugestalten. Der Grundsatz der Gestaltungsfreiheit wird durch verschiedene *Schutzbestimmungen* eingeschränkt.²⁵⁴² Bevor darauf eingegangen werden kann, ob und inwieweit die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen die Aktionärsrechte verletzt, wird im Folgenden dargelegt, welche Aktionärsrechte als mögliche Schranken in Betracht zu ziehen sind. 1423

Zunächst ist festzuhalten, dass es im Gesetz *kein ausdrückliches Verbot* betreffend Loyalitätsoptionen gibt. Die Einführung von Loyalitätsoptionen führt dazu, dass langfristig beteiligte Aktionäre zusätzliche Optionen zugeteilt erhalten. Eine Auslegung der Bestimmungen zum Inhalt der Statutenbestimmung betreffend das bedingte Kapital zeigt aber, dass die Ausgabe zusätzlicher Optionen an langfristig beteiligte Aktionäre nicht *per se* verboten ist. Das ergibt sich aus der Gesetzesystematik und dem Gesetzeszweck.²⁵⁴³ 1424

Im Weiteren ist anzumerken, dass bei den Loyalitätsoptionen die gleichen *Aktionärsrechte* wie bei Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechten und dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht als Schranken im Vordergrund stehen. Erstens könnte die Auflage in den Optionsbedingungen, der Aktionär müsse seine Beteiligung aufrechterhalten, um die Optionen ausüben zu können, im Widerspruch stehen zum Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten. Zweitens könnte die Einführung von Loyalitätsoptionen gegen das Sachlichkeitsgebot verstossen, sofern sie 1425

²⁵⁴¹ D.h., ob die Haltedauer vor der Einführung des bedingten Kapitals den Aktionären angerechnet wird bei der Ermittlung ihres Anspruchs auf Zuteilung von Loyalitätsoptionen.

²⁵⁴² Zum Gesagten und zu den verschiedenen Kategorien von Aktionärsrechten siehe vorne Rz. 864 ff.

²⁵⁴³ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 1389 f.

zur Durchsetzung zweckwidriger, mithin nicht im Interesse der Gesellschaft liegender Ziele dient.²⁵⁴⁴ Drittens könnte die Ausgabe von Loyalitätsoptionen in Konflikt stehen zum Gleichbehandlungsgebot.²⁵⁴⁵ Und viertens könnte die Gewährung von Loyalitätsoptionen rechtsmissbräuchlich sein, sofern sie nicht durch vernünftige wirtschaftliche Erwägungen gerechtfertigt werden kann.

- 1426 Die Untersuchung wird auch in Bezug auf die Loyalitätsoptionen eingeschränkt auf die Prüfung der Vereinbarkeit mit dem *Nebenleistungsverbot* und dem *Gleichbehandlungsgebot*. Die Vereinbarkeit von Loyalitätsoptionen mit dem Sachlichkeitsgebot wird im Rahmen der Prüfung des Gleichbehandlungsgebots untersucht. Soweit die Auflagen zugunsten der langfristig beteiligten Aktionäre im Zusammenhang mit den Loyalitätsoptionen nicht auf unsachlichen Motiven beruhen, darf vom Inhalt des entsprechenden Beschlusses zum bedingten Kapital auf das Vorliegen sachlicher Motive geschlossen werden. Die Vereinbarkeit von Loyalitätsoptionen mit dem Rechtsmissbrauchsverbot wird auf der Grundlage des Fazits des ersten Teils dieser Arbeit als gegeben betrachtet.²⁵⁴⁶
- 1427 Vor dem Hintergrund des Gesagten wird im Folgenden zweierlei geprüft: Es wird untersucht, ob und unter welchen Voraussetzungen die Ausgabe von Loyalitätsoptionen mit dem Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten zu vereinbaren ist. Und es wird geprüft, ob Loyalitätsoptionen dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot entsprechen.

²⁵⁴⁴ Das Sachlichkeitsgebot kommt im Gesetz zum Ausdruck im Erfordernis des «wichtigen Grundes», der eine Voraussetzung für die Einschränkung oder den Ausschluss des Bezugsrechts ist. Vgl. hierzu Art. 652b Abs. 2 OR («wichtige Gründe»).

²⁵⁴⁵ Das Gleichbehandlungsgebot wurde im Zusammenhang mit der Aufhebung des Bezugsrechts ausdrücklich im Gesetz verankert. Vgl. hierzu Art. 652b Abs. 4 OR.

²⁵⁴⁶ Das Inaussichtstellen des Ausübungsrechts im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung kann dazu beitragen, dass die Aktionäre künftige Erträge weniger stark abzinsen. Das wiederum ermöglicht – zumindest während der Dauer der bedingten Kapitalerhöhung – die Stabilisierung des Aktionariats in Bezug auf die Dauer der Beteiligung und legt die Grundlage für eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts. Zu den wirtschaftlichen Auswirkungen von Loyalitätsoptionen vgl. vorne Rz. 664 f.

B. Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten

1. Ausgestaltung des Nebenleistungsverbots

Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen könnte in Konflikt zum *Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten* stehen.²⁵⁴⁷ 1428

Die *Normadressaten* des Nebenleistungsverbots sind die Generalversammlung und der Verwaltungsrat der Gesellschaft. Sie können die Aktionäre in ihrer körperrechtlichen Rechtsstellung mit zusätzlichen Pflichten belasten. Das Nebenleistungsverbot verbietet es dem Verwaltungsrat und der Generalversammlung, den Aktionären zusätzliche Pflichten aufzuerlegen.²⁵⁴⁸ 1429

Das entscheidende Kriterium zur Beurteilung der Zulässigkeit einer statutarischen Regelung im Lichte des Nebenleistungsverbots ist das Kriterium der *Risikoneutralität*. Führt eine Regelung zu einer rechtlichen oder tatsächlichen Belastung der Aktionäre mit Verpflichtung oder einer anderweitigen Belastung, mit denen eine Erhöhung des wirtschaftlichen Risikos der Aktionäre verbunden ist, ist sie unzulässig.²⁵⁴⁹ 1430

Die Rechtsfolge der Einführung einer Statutenbestimmung, mit der eine tatsächliche oder rechtliche Erhöhung des Risikos einhergeht, ist in der Regel die *Nichtigkeit*. Je nachdem, welcher Schutzzweck des Nebenleistungsverbots verletzt ist, könnte die Statutenbestimmung auch bloss anfechtbar sein. Die Umdeutung der entsprechenden Statutenbestimmung in eine sondervertragliche Verpflichtung der Aktionäre ist nur unter engen Voraussetzungen zulässig.²⁵⁵⁰ 1431

2. Loyalitätsoptionen und Nebenleistungsverbot

Um zu ermitteln, ob Loyalitätsbezugsrechte gegen das Nebenleistungsverbot verstossen, wird an die Auslegung von Art. 680 Abs. 1 OR im Rahmen der Diskussion um die Treuepflicht der Aktionäre und im Zusammenhang mit Loyalitätsdividenden angeknüpft. Die Bestimmung dient generell dem *Schutz vor zusätzlichen Verpflichtungen* und der Wahrung der *Verkäuflichkeit* und freien Handelbarkeit der Aktien. Im Einzelnen soll das Nebenleistungsverbot die Minderheitsaktionäre 1432

²⁵⁴⁷ Vgl. Art. 680 Abs. 1 OR. Vgl. VON DER CRONE/MOHASSEB, 793, welche die Belohnung zukünftiger Treue als Verstoss gegen Art. 680 Abs. 1 OR qualifizieren; a.M. DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164.

²⁵⁴⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 172.

²⁵⁴⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 168.

²⁵⁵⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 175 f.

davor schützen, dass ihnen gegen ihren Willen weitere Pflichten auferlegt werden. Sie soll verhindern, dass die Verkäuflichkeit der Aktien gegen den Willen der Aktionäre – gegenwärtige und zukünftige – erschwert wird. Und sie soll sicherstellen, dass die Aktien möglichst frei handelbar sind, damit ein funktionierender Aktienverkehr gewährleistet ist.²⁵⁵¹ Im Folgenden wird auf die Vereinbarkeit von Loyalitätsoptionen mit dem Schutz vor ungewollten Verpflichtungen und dem Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien eingegangen.

a) Loyalitätsoptionen und der Schutz vor ungewollten Verpflichtungen

aa) Keine rechtliche Verpflichtung der Aktionäre

1433 Gemäss Art. 680 Abs. 1 OR sollen den Aktionären gegen ihren Willen keine über die Liberierungspflicht hinausgehenden Leistungspflichten auferlegt werden. Der Begriff der Leistungspflicht umfasst *positive und negative Leistungspflichten*. Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen führt nicht zu einer Verpflichtung in diesem Sinne.

1434 Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen begründet *keine vollstreckbare Leistungspflicht* des Aktionärs.²⁵⁵² Die Einführung von Loyalitätsoptionen bedeutet, dass den langfristig beteiligten Aktionären im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung im Gegensatz zu kurzfristig beteiligten Aktionären ein Recht zur Ausübung von Optionsrechten gewährt wird.²⁵⁵³ Die Loyalitätsoptionen werden allen Aktionären mit der aufschiebenden Bedingung des Aufrechterhaltens der den Optionen zugrunde liegenden Aktien zugeteilt. Diejenigen Aktionäre, die ihre Beteiligung oder einen Teil davon nach Ausgabe der Optionsrechte verkaufen, können keine oder nur eine geringere Anzahl Loyalitätsoptionen ausüben.²⁵⁵⁴ Ihnen würde somit ein im Vergleich zu den vollumfänglich langfristig beteiligten Aktionären ein Recht auf Ausübung von weniger Loyalitätsoptionen gewährt, als eigentlich ihrer ursprünglichen Beteiligung entspräche. Will ein Aktionär von seinem Ausübungsrecht Gebrauch machen, muss er sich mindestens ins Aktienbuch eintragen lassen und seine Aktien während der statutarisch bestimmten Haltedauer von mindestens zwei Jahren nach der Ausgabe der Optionen halten.²⁵⁵⁵ Eine sol-

²⁵⁵¹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 159 ff.

²⁵⁵² Zum Begriff der Leistungspflicht siehe vorne Rz. 135.

²⁵⁵³ Siehe vorne Rz. 1374 ff.

²⁵⁵⁴ Zu den Auswirkungen einer (teilweisen) Veräusserung der Beteiligung siehe vorne Rz. 1362 f.

²⁵⁵⁵ Unter Umständen muss er zudem eine Erklärung hinsichtlich der wirtschaftlichen Berechtigung in Bezug auf die Aktien abgeben.

che Regelung begründet höchstens eine Obliegenheit.²⁵⁵⁶ Der Nachteil besteht in der verhältnismässig kleineren Anzahl ausübbarer Optionsrechte. Der Aktionär hat aber stets die Wahl, ob er seine Aktien langfristig halten oder veräussern will. Es besteht keine rechtliche Verpflichtung, die Aktien während dieser Dauer zu halten. Mit der Einführung von Loyalitätsoptionen sind somit keinerlei positiven oder negativen Leistungspflichten verbunden.²⁵⁵⁷

bb) Faktische Verpflichtung der Aktionäre?

Je nach Ansicht könnte man der Auffassung sein, die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen begründe eine *faktische Verpflichtung* der Aktionäre. Man könnte argumentieren, das aufschiebend bedingt gewährte Ausübungsrecht auferlege den Aktionären eine tatsächliche Verpflichtung, sich ins Aktienbuch eintragen zu lassen und ihre Mitgliedschaft langfristig aufrechtzuerhalten. Loyalitätsoptionen könnten insoweit als faktisches Hindernis für eine Veräusserung der Aktien qualifiziert werden, als sie die Handlungsfreiheit der Aktionäre während der massgeblichen Haltefrist einzuschränken vermögen.²⁵⁵⁸ Zudem könnten die Eintragung des Aktionärs ins Aktienbuch sowie die erforderliche Erklärung hinsichtlich der wirtschaftlichen Berechtigung gegenüber der Gesellschaft ebenso als faktische Verpflichtung qualifiziert werden. Eine irgendwie geartete faktische Verpflichtung würde gegen Art. 680 Abs. 1 OR verstossen, wenn sie das wirtschaftliche Risiko des Aktionärs erhöhte.²⁵⁵⁹

Meiner Meinung nach begründet die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen keine unzulässige faktische Verpflichtung der Aktionäre. Sie führt zu *keiner Beeinträchtigung der Willensbildung* oder -entschliessung der Aktionäre. Das Inaussichtstellen des Ausübungsrechts beeinträchtigt die Aktionäre nicht in tatsächlicher Hinsicht in ihrer Entscheidungsfreiheit, ihre Mitgliedschaft aufrechtzuerhalten. Loyalitätsoptionen mögen einen Anreiz dafür setzen, dass sich die Aktionäre im Rahmen ihrer Willensbildung eher für das Aufrechterhalten ihrer Be-

²⁵⁵⁶ Selbst wenn die Loyalitätsoptionen erst ausgegeben werden, wenn der Aktionär erklärt, er habe die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung gehalten, entsteht dadurch höchstens eine Obliegenheit. Vgl. zu dieser Auffassung im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164.

²⁵⁵⁷ Im Ergebnis auch DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164.

²⁵⁵⁸ Zum Zusammenhang zwischen faktischen Hindernissen und der Aufrechterhaltung einer Beziehung zu einer Organisation gemäss dem Modell von HIRSCHMAN vgl. vorne Rz. 48 ff.

²⁵⁵⁹ Vgl. vorne Rz. 167.

teilung statt für deren Veräusserung entscheiden. Die Bandbreite an Entscheidungsmöglichkeiten – Aufrechterhalten über teilweise Veräusserung bis hin zu vollumfänglicher Veräusserung – bleibt aber unverändert. Die Aktionäre können sich immer noch aus freiem Willen dafür entscheiden, ihre Beteiligung nicht langfristig zu halten und damit ganz oder teilweise auf die Ausübung der Optionsrechte zu verzichten. Es kann deshalb im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen nicht von einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre gesprochen werden.

- 1437 Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen führt auch zu *keiner Einschränkung der Willensbetätigung* betreffend die Veräusserung der Aktien. Die Einführung von Loyalitätsoptionen dürfte die Veräusserung der Aktien der Gesellschaft nicht erschweren. Es wird zwar vermutet, dass die Einführung von Loyalitätsoptionen zu einer Liquiditätsabnahme führt. Angesichts des Zwecks von Loyalitätsoptionen ist ein beruhigender Effekt auf den Handel aber nicht zwingend unerwünscht und nachteilig. Einen tatsächlichen Wert haben die Optionen, wenn der Aktienkurs steigt und sie dem Eigentümer ein Recht auf Bezug einer Aktie zu einem im Verhältnis zum Aktienkurs günstigeren Preis vermitteln. Die Liquidität dürfte deshalb nach der Einführung von Loyalitätsoptionen in erster Linie dann abnehmen, wenn der Aktienkurs steigt. In einem solchen Fall, d.h. bei einem starken Geschäftsgang, dürfte eine Liquiditätsabnahme die Gesellschaft und ihre Gesellschafter nicht vor grössere Probleme stellen.²⁵⁶⁰ Zudem schränkt auch eine Beruhigung des Aktienhandels die Ausübung des Willens der Aktionäre betreffend die Veräusserung ihrer Aktien nicht ein. Die Ausgabe von Loyalitätsoptionen beschränkt somit auch nicht die Willensbetätigung der Aktionäre.
- 1438 Selbst wenn Loyalitätsoptionen tatsächlich mit einer Abnahme der Liquidität korrelieren, begründen sie keine faktische Verpflichtung der Aktionäre, zumal eine Abnahme der Liquidität nicht zwingend das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre erhöht. Loyalitätsoptionen könnten wohl eine *beruhigende Wirkung auf den Handel* haben. Die Absicht hinter der Einführung von Begünstigungen für langfristig beteiligte Aktionäre liegt gerade darin, den Aktienumschlag zu reduzieren. Soweit das Handelsvolumen im Kapitalmarkt übermässig ist, ist das für die Aktionäre aber auch nicht unbedingt nachteilig. Im Weiteren wäre wohl nicht ganz klar, ob und inwieweit die Ausgabe von Loyalitätsoptionen für sich gesehen kausal ist für die Abnahme der Liquidität, zumal sie durch verschiedene Faktoren beeinflusst wird. Und schliesslich wird die Möglichkeit der Aktionäre, die Aktien zu veräussern, stets gewahrt. Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen verbunden mit der Obliegenheit der Aktionäre, sich ins Aktienbuch einzutragen

²⁵⁶⁰ Zum Gesagten siehe BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 45.

zu lassen und eine Meldung zur wirtschaftlichen Berechtigung abzugeben, erhöht das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre nicht.²⁵⁶¹

Zusammenfassend kann deshalb gesagt werden, dass Loyalitätsoptionen keine fak- 1439
tische Verpflichtung der Aktionäre begründen – weder zum Aufrechterhalten ihrer
Beteiligung noch in anderer Weise. Das Wahlrecht der Aktionäre zur Veräußerung
der Aktien bleibt gewahrt, selbst wenn mit der Einführung eines bedingten Kapi-
tals mit Loyalitätsoptionen eine gewisse Beruhigung des Aktienhandels einher-
gehen sollte. Der Umstand, dass Loyalitätsoptionen im Vergleich zu Loyalitätsdivi-
denden zeitlich begrenzt wirken, lässt vermuten, dass der Einfluss auf die
Liquidität des Aktienhandels ohnehin gering sein dürfte, da er zeitlich auf die
Dauer der bedingten Kapitalerhöhung beschränkt ist. Selbst wenn die Einführung
von Loyalitätsoptionen mit einer Abnahme der Liquidität korrelierte, würde das
noch *keine Kausalität* zu einer Erhöhung des wirtschaftlichen Risikos der Aktio-
näre begründen. Auch die mit der Ausgabe von Loyalitätsoptionen verbundenen
Obliegenheiten zur Eintragung ins Aktienbuch oder zur Offenlegung der wirt-
schaftlichen Berechtigung an den Aktien erhöhen das wirtschaftliche Risiko der
Aktionäre nicht. Loyalitätsoptionen begründen somit auch keine unzulässige fak-
tische Nebenleistungspflicht. Es rechtfertigt sich meines Erachtens deshalb nicht,
deren Einführung vor dem Hintergrund des Nebenleistungsverbots grundsätzlich
zu verbieten.

Es wäre hilfreich, wenn die Auswirkungen von Loyalitätsoptionen auf die Liquidi- 1440
tät – zumindest anhand von Modellen – weiter untersucht würden.²⁵⁶² Es ist an-
zunehmen, dass die Auswirkungen von Loyalitätsoptionen auf die Liquidität gerin-
ger ausfallen als diejenigen von Loyalitätsdividenden, zumal die Begünstigung
langfristig beteiligter Aktionäre mittels Loyalitätsoptionen zeitlich befristet ist. So-
lange nicht nachgewiesen ist, dass Loyalitätsdividenden einen negativen und zu-
gleich das wirtschaftliche Risiko der Aktionäre steigernden Effekt auf die Liquidi-
tät haben, ist meines Erachtens auch die Einführung eines bedingten Kapitals mit
Loyalitätsoptionen nicht als Verstoß gegen das Nebenleistungsverbot zu qualifi-
zieren.

²⁵⁶¹ Vielmehr dient die Obliegenheit dem Schutz vor Umgehungen der Regelung, siehe
vorne Rz. 1361.

²⁵⁶² Es ist zu hoffen, dass der Bericht zum Postulat RK-S (18.4092) auch in diesem Punkt
Klarheit schafft.

cc) Zwischenfazit

- 1441 Nach der hier vertretenen Auffassung begründen Loyalitätsoptionen gemäss dem dargelegten Grundmodell *keine unzulässige Nebenleistungspflicht*.²⁵⁶³ Der Zweck des Schutzes vor ungewollten Verpflichtungen wird nicht verletzt. Das Nebenleistungsverbot schliesst demnach die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen nicht grundsätzlich aus. Diese Erkenntnis gründet auf der verbreiteten und in Bezug auf die Zulässigkeit von statutarischen Vorkaufsrechten verwendeten Definition der Leistungspflicht.²⁵⁶⁴
- 1442 Die Lehre beurteilt die Leistungspflicht i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR zuweilen aber auch anders und steht der Zulässigkeit von Loyalitätsaktien im Allgemeinen kritisch gegenüber.²⁵⁶⁵ Geht man – entgegen der vorstehenden Erkenntnis – davon aus, dass Loyalitätsoptionen einen Verpflichtungscharakter haben, verstossen sie gegen Art. 680 Abs. 1 OR, wenn sie per Mehrheitsbeschluss und somit gegen den Willen einer Minderheit der Aktionäre eingeführt werden. Beruht der Beschluss aber auf der *Zustimmung aller Aktionäre*, bleibt der Normzweck des Schutzes vor unerwarteten Verpflichtungen gewahrt. Weil das Nebenleistungsverbot in Bezug auf diesen Schutzzweck ein verzichtbares Recht ist, können die Aktionäre grundsätzlich mit einstimmigem Beschluss darüber verfügen.²⁵⁶⁶
- 1443 Die Zustimmung aller Aktionäre kann in *unterschiedlichen Konstellationen* gegeben sein. Die Zustimmung aller Aktionäre kann in den Gründungsstatuten enthalten sein. Alle an der Gesellschaft beteiligten Aktionäre können der Einführung aber auch nachträglich zustimmen. Die künftigen Aktionäre unterwerfen sich mit ihrem Beitritt zur Gesellschaft der statutarischen Ordnung der Gesellschaft und somit auch einer bereits beschlossenen bedingten Kapitalerhöhung mit Loyalitätsoptionen. In diesen Fällen wird die bedingte Kapitalerhöhung mit aufschiebend bedingtem Ausübungsrecht für langfristig beteiligte Aktionäre nicht gegen den Willen der beitretenden Aktionäre durchgeführt.²⁵⁶⁷
- 1444 Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen entsprechend dem vorgestellten Grundmodell auferlegt den Aktionären nach hier verteilter Auffassung *keine zusätzlichen Pflichten* und wahrt deshalb den Schutz vor ungewollten

²⁵⁶³ Im Ergebnis gleicher Meinung DAENIKER, Loyalitätsaktien, 164.

²⁵⁶⁴ Vgl. vorne Rz. 167.

²⁵⁶⁵ Vgl. vorne Rz. 167.

²⁵⁶⁶ Ein einstimmiger Beschluss ist gleichwohl rechtswidrig, sofern er gegen den Teilgehalt des Schutzes der freien Handelbarkeit der Aktie verstösst. Zum Gesagten siehe vorne Rz. 902.

²⁵⁶⁷ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 903.

Verpflichtungen. Sollte man Loyalitätsoptionen entgegen dieser Auffassung als eine Leistungspflicht begründend qualifizieren, bedürfte es der Zustimmung aller Aktionäre für die Einführung des entsprechenden bedingten Kapitals.

b) *Loyalitätsoptionen und der Schutz der freien Handelbarkeit der Aktien*

Der Zweck des Nebenleistungsverbots liegt im Weiteren in der *Gewährleistung der freien Handelbarkeit der Aktie*. Sind die Aktien frei handelbar, reduziert sich das Risiko der Aktionäre, weil sie sich stets auf Wunsch von ihrer Beteiligung trennen können. Die Gewährleistung einer möglichst uneingeschränkten Handelbarkeit der Aktie ist wichtig, weil der Aktionär kein Austrittsrecht hat. Die Veräusserung seiner Beteiligung ist deshalb faktisch die einzige Möglichkeit des Aktionärs, sich von der Gesellschaft zu trennen. Eine Einschränkung oder der Ausschluss der freien Handelbarkeit ist deshalb bereits aus aktienrechtlicher und persönlichkeitsrechtlicher Sicht nur innerhalb gewisser Schranken zulässig, soweit sie dem Schutz der Aktionäre dient. Weil sie darüber hinaus der Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Aktiengesellschaft und somit öffentlichen Interessen dient, ist eine weitere Einschränkung ausgeschlossen. Deshalb ist ein Verzicht auf die freie Handelbarkeit selbst dann nicht möglich, wenn er auf einem einstimmigen Beschluss der Aktionäre beruht.²⁵⁶⁸ 1445

Es muss vor diesem Hintergrund ermittelt werden, ob die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen zu einer *tatsächlichen Einschränkung* der freien Handelbarkeit der Aktie führt oder nicht.²⁵⁶⁹ Es ist indessen für die Vereinbarkeit mit dem Grundsatz der freien Handelbarkeit unerheblich, ob die Aktionäre der Ausgabe von Loyalitätsoptionen zugestimmt haben oder nicht. 1446

Die Verkäuflichkeit der Aktie kann in *tatsächlicher Hinsicht* aufgrund unterschiedlicher Umstände erschwert sein.²⁵⁷⁰ Um eine möglichst freie Handelbarkeit der Aktien zu gewährleisten, sollte das Risiko, das der Aktionär mit einer Mitgliedschaft eingeht, bestimmbar sein. Aus diesem Grund darf die Statutenbestimmung betref- 1447

²⁵⁶⁸ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 160 ff., 870 und 905 ff

²⁵⁶⁹ Zu einer rechtlichen Einschränkung der freien Handelbarkeit führt die Einführung von Loyalitätsoptionen nicht, zumal die Verfügungsbefugnis des Aktionärs unberührt bleibt. Das rechtliche Dürfen des Aktionärs in Bezug auf die Übertragung seiner Mitgliedschaft wird nicht eingeschränkt.

²⁵⁷⁰ Dazu gehören namentlich das mit einer Mitgliedschaft verbundene Risiko, die Rendite, die Zukunftsaussichten sowie ein ungenügender Minderheitenschutz. Siehe hierzu vorne Fn. 1785.

fend ein Kapitalband mit Loyalitätsoptionen dem Verwaltungsrat auch kein Ermessen einräumen, weitere erschwerende Bedingungen zum Entstehen des Ausübungsrechts einzuführen. Die Statuten müssen die Grundzüge der Regelung, an die der Verwaltungsrat beim Erstellen der Optionsbedingungen gebunden ist, abschliessend bestimmen.²⁵⁷¹

- 1448 Es ist unklar, ob die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen eine *tatsächliche Einschränkung der Handelbarkeit* der Aktien zur Folge hat. Ein negativer Effekt auf die Handelbarkeit der Aktie wäre allenfalls gegeben, wenn Loyalitätsoptionen die Attraktivität einer Mitgliedschaft in der Gesellschaft verringern und somit die Verkaufsmöglichkeiten der Aktionäre mindern. Eine Regelung betreffend Loyalitätsoptionen gewährt den langfristig beteiligten Aktionären gegenüber den kurzfristig beteiligten Aktionären ein Recht auf Ausübung von Optionen im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung.²⁵⁷² Das bedeutet, dass diejenigen Optionsberechtigten, welche die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien nach Ausgabe der Optionen nicht mindestens zwei Jahre ununterbrochen gehalten haben, kein oder ein verhältnismässig kleineres Ausübungsrecht als die langfristig beteiligten Aktionäre haben.²⁵⁷³ Wurden die Optionen bereits ausgegeben, könnten sich neue Aktionäre ohnehin nicht an der bedingten Kapitalerhöhung beteiligen. Es besteht deshalb sowieso das Risiko einer Verwässerung ihrer Beteiligung. Je nach Ausgestaltung der Optionsbedingungen, insbesondere des Verhältnisses zu langfristig gehaltenen Aktien, in dem die Loyalitätsoptionen ausgegeben werden, sowie des Ausübungsverhältnisses, ist dieses Risiko nur unwesentlich grösser als ohnehin schon. Es bestehen deshalb keine Anhaltspunkte für eine zusätzliche Einschränkung der tatsächlichen Handelbarkeit der Aktien durch die Einführung von Loyalitätsoptionen. Auch die Erkenntnisse im Zusammenhang mit den Auswirkungen von Loyalitätsdividenden lassen die Vermutung zu, dass Loyalitätsoptionen keinen oder zumindest keinen wesentlichen negativen Effekt auf die freie Handelbarkeit der Aktien haben. Wenn schon Loyalitätsdividenden mutmass-

²⁵⁷¹ Dazu gehören namentlich die Voraussetzungen des Anspruchs auf Loyalitätsoptionen, Angaben zur Ermittlung des Kreises der Berechtigten, zum Beginn und Ende der Berechtigung sowie zum Mass der Berechtigung; siehe hierzu vorne Rz. 1396 ff.; hinten Anhang 4.

²⁵⁷² Der Aktionär wird im Verhältnis zum langfristig gehaltenen Anteil der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien mit der Ausgabe zusätzlicher Optionen begünstigt. Vgl. hierzu vorne Rz. 1377 ff.

²⁵⁷³ Je nach Ausgestaltung würden den Optionsberechtigten, welche einen Teil der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien veräussert haben, immerhin anteilmässig Loyalitätsoptionen zugeteilt werden.

lich keine negativen Auswirkungen auf die Liquidität haben, ist nicht zu erwarten, dass die im Vergleich dazu nur befristet wirkenden Loyalitätsoptionen sich stärker auf die Handelbarkeit der Aktien auswirken.

Hat die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen trotzdem – 1449 und entgegen der vorstehenden Herleitung – eine nachteilige Auswirkung auf die Attraktivität der Mitgliedschaft in einer Gesellschaft, besteht die Wahrscheinlichkeit, dass damit auch die Handelbarkeit der Aktie beeinträchtigt wird. In diesem Falle wäre die Ausgabe von Loyalitätsoptionen ein *Verstoss gegen den Gesetzeszweck der Gewährleistung der freien Handelbarkeit* von Art. 680 Abs. 1 OR – selbst wenn der Beschluss zum entsprechenden bedingten Kapital einstimmig war. Der Schutz der Aktionäre vor ungewollten Pflichten wird im Falle eines einstimmigen Beschlusses zwar nicht verletzt. Das ist aber in Bezug auf die freie Handelbarkeit der Aktie – den anderen Teilgehalt von Art. 680 Abs. 1 OR – nicht relevant. Weil die freie Handelbarkeit u.a. öffentlichen Interessen dient, kann der Aktionär nicht mittels Zustimmung darauf verzichten.²⁵⁷⁴

3. Rechtsfolgen eines Verstosses

Geht man – entgegen der hier vertretenen Meinung – davon aus, dass ein bedingtes 1450 Kapital mit Loyalitätsoptionen gegen Art. 680 Abs. 1 OR verstösst, ist darzulegen, welche Rechtsfolgen ein solcher Verstoss nach sich zieht.²⁵⁷⁵

a) *Nichtigkeit*

aa) Nichtigkeitsgrund

Nach weitgehend einhelliger Auffassung in der Lehre führt ein Verstoss gegen das 1451 Nebenleistungsverbot als *Verstoss gegen eine zwingende Gesetzesbestimmung* zur Nichtigkeit der betroffenen Statutenbestimmung.²⁵⁷⁶ Diese Rechtsfolge hängt mit der zwingenden Natur des Nebenleistungsverbots zusammen.²⁵⁷⁷

²⁵⁷⁴ Vgl. vorne Rz. 160 ff., 870 und 905 ff.

²⁵⁷⁵ Das kann zum einen der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen den Aktionären eine (faktische) Leistungspflicht auferlegt. Es kann zum anderen der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass Loyalitätsoptionen gegen den Grundsatz der freien Handelbarkeit der Aktie verstossen.

²⁵⁷⁶ Siehe vorne Rz. 916.

²⁵⁷⁷ Vgl. Art. 706b Ziff. 1 OR.

- 1452 Geht man von einem Verpflichtungscharakter einer Regelung betreffend Loyalitätsoptionen aus, wäre eine entsprechende Statutenbestimmung zum bedingten Kapital nichtig, zumal das Nebenleistungsverbot diesfalls regelmässig in Bezug auf *beide Teilgehalte verletzt* sein dürfte. Ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen könnte als eine faktische Verpflichtung begründend qualifiziert werden, weil es den Aktionären einen Rechtsnachteil auferlegt, wenn sie ihre Beteiligung nicht längerfristig aufrechterhalten. Beeinträchtigt dieser Umstand die Liquidität, verletzt eine Regelung betreffend Loyalitätsoptionen den Grundsatz der möglichst freien Handelbarkeit der Aktien. In Bezug auf diesen Teilgehalt ist Art. 680 Abs. 1 OR als zwingendes Recht ausgestaltet. Soweit Loyalitätsoptionen die freie Verkäuflichkeit der Aktie einschränken, ist die entsprechende Statutenbestimmung zum bedingten Kapital teilweise nichtig – unabhängig vom Vorliegen der Zustimmung der Aktionäre.
- 1453 Der Beschluss zur Einführung des bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen und die damit verbundene Statutenbestimmung wären lediglich *teilweise nichtig*. Die Nichtigkeit beträfe denjenigen Teil des Beschlusses und der Statutenbestimmung, der gegen den Grundsatz der freien Handelbarkeit verstösst.²⁵⁷⁸ In Bezug auf ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen würde das bedeuten, dass lediglich die Auflage, wonach langfristig beteiligten Aktionären zusätzliche Optionen zugeteilt werden, nichtig wäre. Der Rest des Ermächtigungsbeschlusses bleibt gültig, zumal er nicht gegen zwingendes Recht verstösst. Der Verwaltungsrat dürfte die bedingte Kapitalerhöhung zwar durchführen, langfristig beteiligte Aktionäre in den Optionsbedingungen aber nicht begünstigen.
- 1454 Wäre ein Beschluss zur Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen teilweise nichtig, wäre der betroffene Teil *ex tunc unwirksam*. Die Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses besteht von Gesetzes wegen und ist grundsätzlich nicht heilbar.²⁵⁷⁹

bb) Verfahren

- 1455 Die allfällige Nichtigkeit des Generalversammlungsbeschlusses betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsoptionen könnte in unterschiedlichen Verfahren zum Tragen kommen. In der Regel dürfte die Prüfung der Nichtigkeit in der *Zuständigkeit des Richters* liegen. Eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen ist nicht offensichtlich rechtswidrig. Erst wenn allfällige ne-

²⁵⁷⁸ Vgl. vorne Rz. 1128.

²⁵⁷⁹ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 918.

gative Auswirkungen auf die Liquidität und somit die Handelbarkeit der Aktie nachgewiesen sind, wäre mit der Gewährleistung der freien Handelbarkeit ein im öffentlichen Interesse liegender Teilgehalt des Nebenleistungsverbots verletzt. Um diese Auswirkungen nachzuweisen, sind indessen komplexe rechtsökonomische Überlegungen erforderlich. Deren Einbezug liegt ausserhalb des Zwecks des Eintragungsverfahrens und übersteigt die Prüfungsbefugnis des Handelsregisterführers. Die Prüfung der Nichtigkeit von Loyalitätsoptionen dürfte deshalb in der Regel dem Richter vorbehalten sein.²⁵⁸⁰

Ein Urteil, das die Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses festhält, entfaltet *Wirkung gegenüber jedermann*. Deshalb sind weitere Klagen gegen den entsprechenden Beschluss gegenstandslos.²⁵⁸¹ 1456

Soweit ein Beschluss und eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen teilweise als nichtig beurteilt werden, fallen sie spätestens mit der erfolgreichen Geltendmachung im Umfang des ungültigen Teils *ex tunc* dahin.²⁵⁸² 1457

b) Konversion

Eine Konversion des nichtigen Teils der Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsoptionen in eine vertragliche Vereinbarung zwischen der Gesellschaft und den zustimmenden Aktionären ist ausgeschlossen. Die Konversion setzt voraus, dass die sondervertragliche Vereinbarung einen ähnlichen Zweck und Erfolg hat wie die nichtige Statutenbestimmung.²⁵⁸³ 1458

Eine vertragliche Regelung hätte angesichts des *unterschiedlichen Wirkungskreises* nicht den gleichen Erfolg wie eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen. Sie würde nur zwischen den am Vertrag beteiligten Parteien und nicht automatisch gegenüber allen gegenwärtigen und künftigen Aktionären wirken. Diejenigen Aktionäre, die der Regelung nicht zustimmen oder der Gesellschaft später beitreten, wären nicht durch eine vertragliche Regelung gebunden.²⁵⁸⁴ 1459

Darüber hinaus ist eine Konversion auch aufgrund der *unterschiedlichen Wirkungsweise* einer vertraglichen Regelung gegenüber einer Statutenbestimmung 1460

²⁵⁸⁰ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 919 ff.

²⁵⁸¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 922.

²⁵⁸² Zum Ganzen vgl. vorne Fn. 2151.

²⁵⁸³ Zu den Voraussetzungen der Konversion siehe vorne Rz. 175.

²⁵⁸⁴ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 927.

ausgeschlossen. Eine vertragliche Vereinbarung würde den zustimmenden langfristig beteiligten Aktionären lediglich einen obligatorischen Anspruch gegen die zustimmenden kurzfristig beteiligten Aktionäre und gegebenenfalls die beteiligte Gesellschaft zur Ausübung oder Nichtausübung der Optionsrechte einräumen.²⁵⁸⁵

- 1461 Die Konversion einer Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen in eine vertragliche Regelung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre ist ausgeschlossen. Eine vertragliche Regelung hat einen anderen Wirkungskreis sowie eine andere Wirkungsweise und mithin einen anderen Erfolg als eine Statutenbestimmung.

4. Fazit

- 1462 Eine Regelung betreffend Loyalitätsoptionen begründet *keine Leistungspflicht* i.S.v. Art. 680 Abs. 1 OR. Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen auferlegt dem Verwaltungsrat die Pflicht, langfristig beteiligten Aktionären gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung neue Aktien auszugeben, sofern sie die Loyalitätsoptionen ausüben. Das Ausübungsrecht wird im Zusammenhang mit demjenigen Teil der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien gewährt, die während der statutarisch bestimmten Dauer gehalten wurden. Die Optionen werden allen Aktionären gleichermaßen gewährt. Das Ausübungsrecht ist aber aufschiebend bedingt durch das langfristige Aufrechterhalten der Aktionärsbeteiligung. Die Einführung von Loyalitätsoptionen führt demnach nicht zu einer rechtlichen Erschwerung der Aktionärsstellung und auch nicht – oder zumindest nicht zwingend – zu einer faktischen Verpflichtung der Aktionäre. Selbst wenn dem so wäre, würde das wirtschaftliche Risiko des Aktionärs durch eine bedingte Kapitalerhöhung mit Loyalitätsoptionen nicht erhöht. Der Normzweck des Nebenleistungsverbots wird somit nicht verletzt.
- 1463 Sollte ein *Verpflichtungscharakter* trotzdem bejaht werden, läge ein Verstoß gegen das Nebenleistungsverbot vor, wenn erstens nicht alle Aktionäre der bedingten Kapitalerhöhung mit Loyalitätsoptionen zugestimmt haben oder zweitens die Regelung die Handelbarkeit der Aktien einschränkt. Es genügt für die Unzulässigkeit, wenn eine dieser Voraussetzungen nicht erfüllt ist. Schränken Loyalitätsoptionen die Handelbarkeit der Aktien ein, ändert die Zustimmung aller Aktionäre nichts an der Unzulässigkeit, zumal die Gewährleistung der freien Handelbarkeit im öffentlichen Interesse liegt und somit der Disposition der Aktionäre entzogen ist. Stimmen die Aktionäre der Regelung mehrheitlich, aber nicht einstimmig zu,

²⁵⁸⁵ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 929.

entfaltet die Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen auch dann keine Rechtswirkung, wenn sie die Handelbarkeit der Aktien nicht einschränkt.

1464 Geht man – entgegen der hier vertretenen Auffassung – von einem Verpflichtungscharakter einer Regelung betreffend Loyalitätsoptionen aus, unterscheiden sich die *Rechtsfolgen* je nach Konstellation. Ist der Teilgehalt der Gewährleistung der freien Handelbarkeit verletzt, führt das zur teilweisen Nichtigkeit des Beschlusses und der Statutenbestimmung betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsoptionen, weil das Nebenleistungsverbot in dieser Hinsicht zwingend ist. Die Nichtigkeit bezieht sich lediglich auf die Auflage, dass das Ausübungsrecht erst besteht, wenn die den Loyalitätsoptionen zugrunde liegenden Aktien ununterbrochen während der statutarisch bestimmten Frist vom gleichen Aktionär gehalten wurden. Die Nichtigkeit ist von Amtes wegen zu berücksichtigen, kann aber auch von jedermann in einem gerichtlichen Verfahren geltend gemacht werden. Ist dieser Teilgehalt nicht verletzt, stimmen aber nicht alle Aktionäre der Regelung zu, ist der Beschluss zur Einführung der Statutenbestimmung teilweise anfechtbar. Eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital erwächst in diesem Falle nach Ablauf der zweimonatigen Anfechtungsfrist in Rechtskraft.²⁵⁸⁶

1465 Wird eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen erfolgreich angefochten oder für nichtig erklärt, ist auch eine *Konversion ausgeschlossen*. Eine vertragliche Vereinbarung zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre mag einen ähnlichen Zweck wie ein in den Statuten verankertes, langfristig beteiligten Aktionären vorbehaltenes Recht auf Ausübung von Loyalitätsoptionen haben. Sie hat aber einen anderen Wirkungskreis und eine andere Wirkungsweise als eine Statutenbestimmung, zumal sie nicht sämtliche Aktionäre erfasst, sondern lediglich die zustimmenden Personen. Das Konzept kann aber nur funktionieren, wenn sämtliche Aktionäre vom Wirkungskreis erfasst sind. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die Aktionäre eine vertragliche Ersatzvereinbarung bei Kenntnis der Ungültigkeit der Statutenbestimmung betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen nicht gewollt hätten.

1466 Weil eine Regelung betreffend Loyalitätsoptionen nach dem in dieser Arbeit dargelegten Modell keinen Verpflichtungscharakter aufweist, verstösst sie nicht gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten gemäss Art. 680 Abs. 1 OR.

²⁵⁸⁶ Vgl. Art. 706a Abs. 1 OR.

C. Verbot der Ungleichbehandlung

1. Ausgestaltung des Gleichbehandlungsgebots

- 1467 Ein Beschluss und eine Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsoptionen könnten gegen das *Gleichbehandlungsgebot* verstossen.²⁵⁸⁷ Es ist deshalb zunächst in Erinnerung zu rufen, inwieweit das Aktienrecht Abweichungen vom Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre in Bezug auf das Bezugsrecht im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung zulässt.
- 1468 Das Gleichbehandlungsgebot gewährt den Aktionären einer Gesellschaft grundsätzlich ein *Recht auf Gleichbehandlung*. Der Grundsatz der Gleichbehandlung soll verhindern, dass bei Eingriffen in die Rechtsstellung der Aktionäre, Partizipanten oder Optionsberechtigten Einzelinteressen verfolgt oder Sondervorteile zugunsten einzelner Aktionäre geschaffen werden. Er hat eine einheitliche Bedeutung, auch wenn er sich in unterschiedlichen Bestimmungen an die Generalversammlung (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR) und an den Verwaltungsrat (Art. 717 Abs. 2 OR) richtet. Das ist bei Loyalitätsoptionen von Bedeutung, weil sowohl die Generalversammlung als auch der Verwaltungsrat an der Durchführung einer bedingten Kapitalerhöhung beteiligt sind. Die Generalversammlung beschliesst die Statutenbestimmung. Der Verwaltungsrat legt im Rahmen des Beschlusses die Optionsbedingungen fest. Das Gleichbehandlungsgebot verlangt in der Regel, mithin auch in Bezug auf das Bezugsrecht, die relative Gleichbehandlung der Aktionäre und Partizipanten.²⁵⁸⁸
- 1469 Bei der Beurteilung, ob eine Ungleichbehandlung vorliegt, sind die *Auswirkungen eines Beschlusses* zu untersuchen. Unter dem Gleichbehandlungsgebot unzulässig sind somit Generalversammlungsbeschlüsse oder Handlungen des Verwaltungsrats, die eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken. Es geht mit anderen Worten um eine materielle Gleichbehandlung und nicht um eine formelle Gleichbehandlung.²⁵⁸⁹
- 1470 Abweichungen vom Gleichbehandlungsgrundsatz können gerechtfertigt werden, wenn sie ein verhältnismässiges Mittel zur Verfolgung eines Zwecks sind, der im *Gesellschaftsinteresse* liegt. Es stehen demnach die Kriterien der Zweckmässigkeit und der Verhältnismässigkeit im Vordergrund.²⁵⁹⁰

²⁵⁸⁷ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²⁵⁸⁸ Vgl. Art. 652b Abs. 2 OR bzw. Art. 652b Abs. 4 E-OR NS 2020. Zum Gesagten siehe vorne Rz. 937 ff.

²⁵⁸⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 948.

²⁵⁹⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 951 ff.

Das Kriterium der *Zweckmässigkeit* erfordert zweierlei: Erstens muss die durch einen Beschluss bewirkte Ungleichbehandlung dem Endzweck der Gesellschaft dienen. Zweitens muss der Beschluss selbst im Interesse der Gesellschaft liegen.²⁵⁹¹ 1471

Darüber hinaus muss der Beschluss dem Kriterium der *Verhältnismässigkeit* entsprechen. Der Beschluss muss ein geeignetes, erforderliches und verhältnismässiges Mittel zum Erreichen des ihm zugrunde liegenden Ziels sein. Ein Beschluss, der eine Ungleichbehandlung bewirkt, muss im Regelfall geeignet sein, im Rahmen des Gesellschaftszwecks einen Beitrag zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts zu leisten. Er muss das mildeste Mittel zum Erreichen der dem Beschluss zugrunde liegenden Zielsetzung sein. Er muss aber nicht zwingend unerlässlich sein für die Wahrung des Gesellschaftsinteresses. Und der Beschluss muss im engeren Sinne verhältnismässig sein, d.h. ein vernünftiges Verhältnis zwischen seinem Zweck und dem Eingriff in die Rechte der betroffenen Aktionäre haben.²⁵⁹² 1472

2. Loyalitätsoptionen und Gleichbehandlungsgebot

Es wird untersucht, ob ein Ermächtigungsbeschluss zur Durchführung einer bedingten Kapitalerhöhung mit Loyalitätsoptionen das Gebot der Gleichbehandlung wahrt und somit nicht nach Massgabe von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR anfechtbar ist. In einem ersten Schritt geht es um die Frage, ob die Einführung von Loyalitätsoptionen überhaupt zu einer Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes führt. In einem zweiten Schritt ist zu erörtern, ob eine allfällige Ungleichbehandlung durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigt werden kann. 1473

a) Vorliegen einer Ungleichbehandlung?

Zunächst ist festzuhalten, dass eine Ungleichbehandlung der Aktionäre im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht *keinen Verstoss gegen zwingendes Recht* darstellt. Der Ausgangspunkt für die Zuweisung der vermögensmässigen Rechte ist das Prinzip der Kapitalproportionalität. Das bedeutet, dass der Aktionär im Falle einer Einräumung von Optionsrechten grundsätzlich einen Anspruch auf Zuteilung der Optionsrechte entsprechend seiner bisherigen Beteiligung hat.²⁵⁹³ Das sinn- 1474

²⁵⁹¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 959.

²⁵⁹² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 962.

²⁵⁹³ Vgl. Art. 653c Abs. 1 OR bzw. Art. 653c Abs. 1 i.V.m. Art. 652b Abs. 1 E-OR NS 2020.

gemässe Bezugsrecht der Aktionäre im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung kann beschränkt oder aufgehoben werden, wenn ein wichtiger Grund vorliegt.²⁵⁹⁴ Die Einschränkung des Bezugsrechts muss im Interesse der Gesellschaft liegen und erforderlich zur Erreichung des ihr zugrunde liegenden Ziels sein. Zudem muss sie den Gleichbehandlungsgrundsatz wahren.²⁵⁹⁵ Das Bezugsrecht gilt demnach nicht absolut, ist mithin kein zwingendes Recht.²⁵⁹⁶ Einschränkungen sind somit unter Wahrung der erwähnten Schranken zulässig.²⁵⁹⁷

- 1475 Im Weiteren ist festzuhalten, dass die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen eine Ungleichbehandlung von Aktionären bewirken würde. Langfristig beteiligte Aktionäre würden gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären bevorzugt, indem ihnen ein Recht auf Ausübung der Optionen zukommt. Der Massstab zur Ermittlung einer Ungleichbehandlung ist im Aktienrecht die *Kapitalbeteiligung*. Mit Loyalitätsoptionen wird gewissen Aktionären aufgrund der Haltdauer ihrer Beteiligung ein Vorteil gewährt. Es liegt somit grundsätzlich eine Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes vor. Ausnahmsweise würde die Ausgabe von Loyalitätsoptionen keine Ungleichbehandlung bewirken, wenn alle optionsberechtigten Aktionäre die Voraussetzungen zum Bezug von Loyalitätsoptionen entweder alle nicht erfüllen oder erfüllen.
- 1476 Die Ungleichbehandlung im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen ist zugleich eine *faktische Einschränkung des Bezugsrechts* der Aktionäre. Das Bezugsrecht kommt bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen sinngemäss zur Anwendung. Das bedeutet, dass Aktionäre grundsätzlich ein Anrecht auf Optionsrechte entsprechend ihrer bisherigen Beteiligung haben. Eine Regelung betreffend Loyalitätsoptionen führt dazu, dass diejenigen Aktionäre, welche die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien nicht langfristig halten, im Vergleich zu langfristig beteiligten Aktionären keine oder weniger Optionen ausüben können, als sie aufgrund ihrer bisherigen Beteiligung dürften. Dabei wird das Bezugsrecht der Aktionäre gewahrt, aber die Ausübung des Optionsrechts eingeschränkt. Die Einschränkung entsteht, wenn sie die in den Optionsbedingungen festgehaltene aufschiebende Bedingung betreffend das Aufrechterhalten der den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien nicht oder nur teilweise erfüllen.
- 1477 Der Umstand, dass die Ausgabe von Loyalitätsoptionen im Falle des Vorliegens einer Ungleichbehandlung auch zu einer Einschränkung des Bezugsrechts führt,

²⁵⁹⁴ Art. 653c Abs. 1 i.V.m. Art. 652b Abs. 1 OR.

²⁵⁹⁵ Vgl. Art. 653c Abs. 4 OR.

²⁵⁹⁶ Vgl. Art. 706b Ziff. 1 OR.

²⁵⁹⁷ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

ändert nichts an der Struktur der Prüfung der aktienrechtlichen Zulässigkeit. In der Lehre wird vertreten, dass bei der Prüfung der Zulässigkeit einer Einschränkung des Bezugsrechts zusätzlich untersucht werden muss, ob ein wichtiger Grund vorliegt und ob das Gebot der schonenden Rechtsausübung gewahrt wird. Die Frage, ob die Ausgabe von Loyalitätsoptionen durch einen wichtigen Grund, mithin durch ein sachliches Interesse, gerechtfertigt ist und zur Erreichung des mit ihnen verfolgten Ziels erforderlich ist, wird im Folgenden unter dem Titel Zweckmässigkeit und Erforderlichkeit geprüft. Das Gebot der schonenden Rechtsausübung wird unter dem Titel der Verhältnismässigkeit im engeren Sinne geprüft.

b) *Rechtfertigung der Ungleichbehandlung*

Die durch die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen bewirkte Ungleichbehandlung ist gerechtfertigt, wenn sie *zweckmässig* und *verhältnismässig* ist. Die Loyalitätsoptionen müssen in Bezug auf den ihnen zugrunde liegenden Zweck geeignet, erforderlich und verhältnismässig sein. Sie müssen aber nicht entscheidend für den Erhalt oder die Entwicklung der Gesellschaft sein.²⁵⁹⁸ 1478

aa) *Zweckmässigkeit*

Das Ziel der Ausgabe von Loyalitätsoptionen im Zusammenhang mit dem bedingten Kapital liegt im Gesellschaftsinteresse und ist somit zweckmässig.²⁵⁹⁹ Hinter der Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen steht die Absicht, langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern. Es soll ein in Bezug auf die Haltedauer ausgewogenes, stabiles Aktionariat geschaffen werden.²⁶⁰⁰ Die Studienlage deutet in der Tendenz auf die *Vorteile langfristig beteiligter Aktionäre* gegenüber kurzfristig beteiligten Aktionären hin.²⁶⁰¹ Es dürfte somit im Interesse einer Aktiengesellschaft liegen, eine in Bezug auf die Haltedauer ausgewogene und somit durchschnittlich langfristig orientierte Aktionärsbasis zu schaffen.²⁶⁰² Diese dient insbesondere dann dem Gesellschaftszweck, wenn die Gesellschaft gemäss den Statuten die Schaffung von langfristigem, nachhaltigem Wert anstrebt.²⁶⁰³ Die 1479

²⁵⁹⁸ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 951 ff.

²⁵⁹⁹ Zum Kriterium der Zweckmässigkeit siehe vorne Rz. 951 ff.

²⁶⁰⁰ Zudem wird damit auch eine Verbesserung der Identifizierung von und der Kommunikation mit den Aktionären angestrebt.

²⁶⁰¹ Siehe vorne Rz. 485.

²⁶⁰² Siehe vorne Rz. 563.

²⁶⁰³ Vgl. die Beispiele vorne in Fn. 1910. Es ist aber nicht erforderlich, dass die Statuten sich ausdrücklich zur langfristigen Wertschöpfung äussern, zumal der Endzweck jeder gewinnstrebigen Aktiengesellschaft das Schaffen von Mehrwert ist und das Gesell-

Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen erfüllt somit das Kriterium der Zweckmässigkeit.

1480 Es muss darauf geachtet werden, dass Loyalitätsoptionen keine Auswirkungen haben, die nicht im Interesse der Gesellschaft liegen. Neben dem Interesse der Gesellschaft an einer ausgewogenen Aktionärsbasis könnten Loyalitätsoptionen zur *Passivität der Aktionäre* und somit zu einer grösseren Freiheit der Geschäftsführung beitragen. Ein Anreiz zum Aufrechterhalten der Beteiligung verringert die Wahrscheinlichkeit, dass die Aktionäre ihre Beteiligung veräussern. Weil dadurch die Drohung eines Verkaufs weniger wirksam wird, könnte das dazu führen, dass die Leitungsorgane weniger auf Kritik der Aktionäre reagieren. Das könnte wiederum zur Folge haben, dass Aktionäre ihre Kontrolle nur zurückhaltend wahrnehmen und passiv bleiben.²⁶⁰⁴ Die grössere Freiheit der Leitungsorgane kann dazu führen, dass die Interessen der Gesellschaft weniger gut gewahrt werden. Es muss deshalb bei der Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen darauf geachtet werden, dass ein wirksamer Widerspruchsmechanismus besteht.²⁶⁰⁵ Zudem darf die Privilegierung, d.h. das Verhältnis zu den langfristig gehaltenen Aktien, in dem die Loyalitätsoptionen ausgegeben werden, nicht übermässig sein. Anderenfalls könnten Loyalitätsoptionen die Passivität der Aktionäre fördern und das Mass der Kontrolle der Leitungsorgane reduzieren. Immerhin scheint das Risiko bei Loyalitätsoptionen auf den ersten Blick weniger gross zu sein als bei der Einführung von Loyalitätsdividenden, zumal die Privilegierung auf die Dauer der bedingten Kapitalerhöhung befristet ist.

1481 Das sachliche Interesse hinter der Ausgabe von Loyalitätsoptionen muss im *Ermächtigungsbeschluss* abschliessend angeführt werden.²⁶⁰⁶ Es genügt, wenn die Generalversammlung dem Verwaltungsrat durch Weisungen generell-abstrakter Natur einen Ermessensspielraum einräumt, der sachlich begrenzt ist.²⁶⁰⁷ Es dürfte meines Erachtens somit genügen, wenn in der Statutenbestimmung zum bedingten Kapital im Zusammenhang mit Loyalitätsoptionen erwähnt wird, dass deren Ausgabe zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen erfolgt.²⁶⁰⁸ Dient die

schaftsinteresse in der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts liegt (vgl. vorne Rz. 115).

²⁶⁰⁴ Zum Gesagten vgl. vorne Fn. 2177.

²⁶⁰⁵ Der Umstand, dass die Aktionäre sich ins Aktienbuch eintragen lassen müssen, um vom tieferen Ausgabebetrag zu profitieren, legt die Grundlage für eine direkte Kommunikation zwischen Aktionären und Geschäftsleitung.

²⁶⁰⁶ ISLER, 73.

²⁶⁰⁷ BGE 121 III 219 E. 2, S. 234 f.

²⁶⁰⁸ Siehe hinten Anhang 4.

Ausgabe der Loyalitätsoptionen dazu, die Aktionäre zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung während einer zeitlich befristeten Sanierungsphase anzuhalten, sollte der Zweck der Sanierung des Unternehmens im Ermächtigungsbeschluss oder der Begründung zum entsprechenden Antrag erwähnt werden.²⁶⁰⁹

bb) Eignung

Die Ausgabe zusätzlicher Optionen kann der Theorie zufolge geeignet sein, die Aktionäre zum *langfristigen Aufrechterhalten ihrer Beteiligung* zu bewegen. 1482
 Erstens sind finanzielle Anreize geeignet, das Verhalten der Teilnehmer am Kapitalmarkt und somit u.a. der Aktionäre zu beeinflussen. Soweit der Ausübungspreis der Optionen unter dem Wert der Aktien liegt, können die Aktionäre den wirtschaftlichen Wert der Loyalitätsoptionen einschätzen. Ihre Bewertung kann in die Interessenabwägung in Bezug auf das Halten oder Verkaufen ihrer Beteiligung einfließen und diese zugunsten des Haltens beeinflussen – vorausgesetzt, die Entwicklung Aktienwerts übersteigt den Ausübungspreis. Zweitens dient die Voraussetzung der minimalen Haltedauer von mindestens zwei Jahren als Anreiz für die Aktionäre, ihre Beteiligung langfristig aufrechtzuerhalten.²⁶¹⁰ Optionsbedingungen, die den Aktionären entsprechend dem langfristig gehaltenen Teil ihrer Aktien ein Ausübungsrecht gewähren, eignen sich somit – vorbehaltlich einer positiven Entwicklung des Aktienwerts – zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.

Der theoretische Zusammenhang zwischen der Gewährung zusätzlicher Optionen 1483
 und langfristigen Aktionärsbeteiligungen lässt sich noch nicht mit Erfahrungen aus der Unternehmenspraxis bestätigen. Weil es sich um ein neuartiges Konzept handelt, gibt es noch *keine empirischen und kaum anekdotische Erkenntnisse*, die diesen Zusammenhang belegen. Immerhin lässt das Beispiel der Emission von Loyalitätsoptionen durch die französische Gesellschaft Michelin S.C.A. in den 1990er-Jahren vermuten, dass eine Begünstigung im Zusammenhang mit dem Optionsrecht die Aktionäre zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung bewegen kann.²⁶¹¹ Zudem lassen die Erkenntnisse zu den Auswirkungen von Loyalitätsdividenden vermuten, dass auch Loyalitätsoptionen Aktionäre zu längerem Halten der Beteiligung bewegen können. Loyalitätsoptionen wirken zwar nicht auf unbestimmte Zeit in die Zukunft, aber immerhin während einer mehrjährigen Dauer. Zudem ver-

²⁶⁰⁹ Das war der Zweck der Einführung von Loyalitätsoptionen durch die französische Gesellschaft Michelin S.C.A.

²⁶¹⁰ Zur Begründung der minimalen Haltedauer siehe vorne Rz. 230, 319.

²⁶¹¹ Zu diesem Beispiel siehe vorne Rz. 669.

mittelt es dem Berechtigten zusätzlich zu einem vermögensmässigen Vorteil eine potenziell grössere Beteiligung und somit auch eine mutmasslich stärkere Begünstigung als Loyalitätsdividenden.²⁶¹² Ohne diese Frage eingehend untersuchen zu können, kann angesichts der vereinzelt Erfahrungen in der Praxis vermutet werden, dass auch Loyalitätsoptionen sich positiv auf die Dauer der Aktionärsbeteiligungen einer Gesellschaft auswirken können. Es besteht aber eine Vermutung, dass Loyalitätsoptionen angesichts der zeitlichen Befristung weniger geeignet sind zur Zielerreichung als Loyalitätsdividenden. Die Begünstigung fällt mit der Ausübung der Optionsrechte dahin, wohingegen Loyalitätsdividenden unbegrenzt in die Zukunft wirken.

- 1484 Damit Loyalitätsoptionen tatsächlich zu längeren Aktionärsbeteiligungen beitragen, muss die Gesellschaft einen *Schutz vor Umgehungen* vorsehen. Trifft die Gesellschaft entsprechende Vorkehrungen, kann davon ausgegangen werden, dass Loyalitätsoptionen geeignet sind zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.²⁶¹³

cc) Erforderlichkeit

- 1485 Die Einführung von finanziellen Anreizen für Aktionäre gehört zu den *mildesten geeigneten Mitteln* und ist somit erforderlich zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Loyalitätsoptionen vermitteln einen unmittelbaren finanziellen Vorteil, soweit der Wert der Aktien im Zeitpunkt der Ausübung der Optionen höher als der Ausübungspreis ist. Sie vermitteln zudem mit dem Recht auf Dividende und dem potenziellen Wertanstieg der neuen Aktien einen mittelbaren finanziellen Vorteil.
- 1486 Mildere Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sind nicht gleich wirksam. Eine *verstärkte Kommunikation* mit den Aktionären mag theoretisch dazu beitragen, dass diese künftige Erträge weniger stark abzinsen und der Druck auf die Gesellschaft zum Erzielen kurzfristiger Erträge abnimmt. In der Praxis ist es ohne finanziellen Anreiz aber schwierig, die Aktionäre tatsächlich zum langfristigen Halten der Beteiligung zu bewegen.

²⁶¹² Vgl. BOLTON/SAMANA, Loyalty-Shares, 41.

²⁶¹³ Denkbar ist z.B. eine Umgehung mittels treuhänderischer Übertragung der Aktionärsstellung. Zur Verhinderung der Umgehung könnten Gesellschaften vor der Ausgabe der Loyalitätsoptionen eine Bestätigung der Aktionäre betreffend die wirtschaftliche Berechtigung verlangen. Siehe hierzu vorne Rz. 1372.

Loyalitätsoptionen stellen einen weniger starken Eingriff in die Rechtsstellung der Aktionäre dar als andere Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Konzepte, die eine *Begünstigung durch Modifizierung von Mitwirkungsrechten* schaffen, wie z.B. Loyalitätsstimmrechte, verändern die Machtverhältnisse innerhalb einer Gesellschaft nachhaltig und sind deshalb mit einem stärkeren Eingriff in die Rechtsstellung der Aktionäre verbunden. Berechtigten Loyalitätsoptionen zum Bezug von Aktien, vermitteln auch sie den langfristig beteiligten Aktionären gegenüber den kurzfristig beteiligten Aktionären mehr Mitwirkungsrechte, jedoch keine Modifikation der Mitwirkungsrechte als solche. Sie sind aber im Vergleich zu Loyalitätsstimmrechten ein milderer Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Die langfristig beteiligten Aktionäre erhalten durch die Ausübung zwar verhältnismässig mehr Mitwirkungsrechte, dies jedoch bei gleichzeitiger Erhöhung ihrer Kapitalbeteiligung und somit Vergrösserung ihres wirtschaftlichen Risikos. Das Verhältnis zwischen Stimmkraft und Kapitalbeteiligung bleibt mit Loyalitätsaktien gewahrt. Loyalitätsoptionen sind somit ein milderer Mittel als Loyalitätsstimmrechte. 1487

Weitere Konzepte, die auf einer Förderung und Begünstigung mit finanziellen Anreizen beruhen, wie z.B. Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht, können ebenfalls zur Stabilisierung des Aktionariats beitragen. Loyalitätsoptionen mögen eine *ingeschränkte Wirkungsdauer* – die Dauer der bedingten Kapitalerhöhung – haben und somit weniger geeignet sein zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen als Loyalitätsdividenden. Sie mögen aus diesem Grund zugleich ein milderer Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen als Loyalitätsdividenden sein. Zudem stellen sie eine mildere Begünstigung dar, weil sie nur dann einen unmittelbaren finanziellen Vorteil vermitteln, wenn der Ausübungspreis unter dem Wert der Aktien liegt. Im Weiteren könnten Loyalitätsoptionen auch als weniger mildes Mittel qualifiziert werden, zumal sie Mitwirkungsrechte innerhalb einer Gesellschaft nachhaltig verändern. Entwickelt sich das Geschäft der Gesellschaft nicht gut, dürften die Optionen auch nicht ausgeübt werden und es dürfte somit auch niemand begünstigt werden. Ausserdem sind sie auf den ersten Blick wirksamer als Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. Bei den letzteren beiden Konzepten ist die Begünstigung langfristiger Aktionäre lediglich eine Nebenerscheinung einer Kapitalerhöhung, die in erster Linie andere Zwecke verfolgt.²⁶¹⁴ Bei Loyalitätsoptionen ist die Begünstigung langfristig betei- 1488

²⁶¹⁴ Z.B. verschiedene Finanzierungszwecke oder die Begünstigung von Mitarbeitern im Rahmen eines Optionsbeteiligungsprogramms.

ligter Aktionäre das Hauptziel, zumal die Optionen nur den Aktionären und keinen Dritten ausgegeben werden.

- 1489 Hätte eine Gesellschaft Bedenken, dass Loyalitätsoptionen nach dem vorliegenden Grundmodell zu stark in die Rechtsstellung der kurzfristig beteiligten Aktionäre eingreifen, könnte sie im Rahmen der entsprechenden bedingten Kapitalerhöhung Loyalitätsoptionen mit Recht auf *Zeichnung von Partizipationsscheinen* ausgeben. Im Gegensatz zu Aktien vermitteln Partizipationsscheine kein Stimmrecht, sondern einfach vermögensmässige Rechte.²⁶¹⁵ Sie verändern die Machtverhältnisse innerhalb der Gesellschaft weniger stark als Loyalitätsoptionen, die zum Bezug neuer Aktien berechtigen. Es ist aber unklar, ob Loyalitätsoptionen mit Recht auf Zeichnung von Partizipationsscheinen die gleiche Wirkung hätten wie Loyalitätsoptionen mit Recht auf Zeichnung neuer Aktien. Meines Erachtens erfüllen Loyalitätsoptionen mit Recht auf Zeichnung neuer Aktien das Kriterium der Erforderlichkeit. Loyalitätsoptionen mit Recht auf Zeichnung von Partizipationsscheinen würden angesichts der weniger weitgehenden Rechte zwar ein milderes Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen darstellen. Es sind aber mangels eines Präzedenzfalls Zweifel angebracht, ob sie gleich geeignet sind wie die Loyalitätsoptionen nach dem vorliegend untersuchten Grundmodell.
- 1490 Im Vergleich mit den anderen untersuchten Mitteln zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zeigt sich, dass Loyalitätsoptionen nach dem vorliegend untersuchten Grundmodell ein *ähnlich geeignetes Mittel wie Loyalitätsdividenden* sind. Im Vergleich zu Loyalitätsbezugsrechten und dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht wirken Loyalitätsoptionen *prima facie* geeigneter zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Im Vergleich zu Loyalitätsdividenden vermitteln Loyalitätsoptionen zwar in zeitlicher Hinsicht eine geringere Begünstigung, weil sie auf die Dauer der bedingten Kapitalerhöhung befristet sind, während Loyalitätsdividenden unbeschränkt in die Zukunft wirken. Im Weiteren ist anzumerken, dass Loyalitätsoptionen die Mitgliedschaftsrechte innerhalb einer Gesellschaft nachhaltig verändern können. Zudem vermitteln Loyalitätsoptionen in sachlicher Hinsicht eine stärkere Begünstigung als Loyalitätsdividenden, weil sie dem Begünstigten nicht nur vermögensmässige Privilegien vermitteln, sondern auch Mitwirkungsrechte. Loyalitätsoptionen dürften somit im Ergebnis ein *ähnlich geeignetes Mittel wie Loyalitätsdividenden* und somit erforderlich zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sein.

²⁶¹⁵ Vgl. Art. 656a Abs. 1 OR.

dd) Verhältnismässigkeit im engeren Sinne

Schliesslich ist die Ausgabe von Loyalitätsoptionen nach dem dargestellten Modell ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Das Mittel und die dadurch bewirkte Ungleichbehandlung müssen in einem *vernünftigen Verhältnis* zum angestrebten Zweck der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen stehen.²⁶¹⁶ Die Begünstigung, d.h. das Verhältnis zu langfristig gehaltenen Aktien, in dem die Loyalitätsoptionen zugeteilt werden, und das Ausübungsverhältnis müssen sorgfältig festgelegt werden. Sie sollten so festgelegt werden, dass sie genügend hoch sind, um tatsächlich einen Anreiz für das langfristige Halten der Beteiligung zu setzen, und genügend tief, um nicht dem Gebot der schonenden Rechtsausübung zuwiderzulaufen. 1491

Es ist schwierig, eine angemessene Beschränkung festzulegen. Damit die Regelung einfach umzusetzen sowie klar und mithin wirksam ist, ist es zu empfehlen, das Verhältnis zu langfristig gehaltenen Aktien, in denen die Loyalitätsoptionen ausgegeben werden, und das Ausübungsverhältnis genau zu bestimmen. Im Rahmen der Aktienrechtsrevision wurde eine Privilegierung langfristiger Aktionäre im *Umfang von bis zu 20%* offenbar als verhältnismässig erachtet.²⁶¹⁷ Das könnte z.B. sinngemäss bedeuten, dass ein Aktionär pro gehaltene Aktie eine Loyalitätsoption erhält und fünf Loyalitätsoptionen zur Zeichnung einer neuen Aktie berechtigen. Ein langfristig beteiligter Aktionär könnte seine Beteiligung somit gegenüber einem kurzfristig beteiligten Aktionär um 20% steigern. In der Unternehmenspraxis ist gar ein Fall bekannt, in dem die langfristig beteiligten Aktionäre insgesamt doppelt so viele Optionen ausüben konnten wie die kurzfristig beteiligten Aktionäre.²⁶¹⁸ Eine Begünstigung sollte sich innerhalb des Rahmens von 20% bis 100% bewegen. 1492

ee) Zwischenfazit

Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen kann ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sein. Loyalitätsoptionen erscheinen angesichts ihrer zeitlich befristeten 1493

²⁶¹⁶ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 971 f.

²⁶¹⁷ Vgl. Art. 661a Abs. 1 E-OR N 2020 (Loyalitätsdividenden); Art. 652b Abs. 5 E-OR N 2020 (Loyalitätsbezugsrechte); Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis} i.V.m. Art. 652b Abs. 5 E-OR N 2020 (Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht).

²⁶¹⁸ Vgl. vorne Rz. 670.

Wirkung auf die Dauer der bedingten Kapitalerhöhung weniger geeignet zur Zielerreichung als Loyalitätsdividenden. Die Modalitäten der Privilegierung müssen in einem *vernünftigen Verhältnis* zur Einschränkung des Bezugsrechts der kurzfristig beteiligten Aktionäre stehen.

- 1494 Nach dem Gesagten ist die Ausgabe von Loyalitätsoptionen ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Ein Generalversammlungsbeschluss und eine entsprechende Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsoptionen mögen eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken, können aber sachlich gerechtfertigt werden. Sie dienen der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Interesse der Gesellschaft und sind somit zweckmässig.²⁶¹⁹ Loyalitätsoptionen sind – wenn auch zeitlich befristet – geeignet, Aktionäre zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung zu bewegen. Loyalitätsoptionen gehören zu den mildesten unter den geeigneten Mitteln zur Zweckverfolgung. Und sie sind – sofern beschränkt auf ein vernünftiges Mass – ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.

3. Rechtsfolgen eines Verstosses

a) *Anfechtbarkeit*

aa) Anfechtungsgrund

- 1495 Folgt man – entgegen der hier vertretenen Meinung – der Auffassung, dass der Beschluss betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen gegen das Gleichbehandlungsgebot verstosse, ist darzulegen, welche Rechtsfolgen ein solcher Verstoss nach sich zieht.²⁶²⁰
- 1496 Ein Verstoss gegen das Gebot der relativen Gleichbehandlung im Aktienrecht führt zur *Anfechtbarkeit* des entsprechenden Generalversammlungsbeschlusses. Das ergibt sich aus dem Wortlaut der Bestimmungen zur Anfechtungsklage.²⁶²¹ Eine Ungleichbehandlung durch die Zuteilung einer unterschiedlichen Anzahl Optionen ist

²⁶¹⁹ Für ein ähnliches Fazit in Bezug auf Informationsprivilegien für langfristig orientierte Grossaktionäre vgl. HOFSTETTER, Gleichbehandlung, 228 ff.

²⁶²⁰ Das kann z.B. der Fall sein, wenn man davon ausgeht, dass die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen nicht im Interesse der Gesellschaft liegen. Oder es kann der Fall sein, wenn man Loyalitätsoptionen als nicht verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen erachtet.

²⁶²¹ Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

kein Nichtigkeitsgrund.²⁶²² Erstens ist das Bezugsrecht der Aktionäre, das bei der bedingten Kapitalerhöhung sinngemäss zur Anwendung kommt und durch die Ausgabe von Loyalitätsoptionen eingeschränkt ist, kein zwingend gewährtes Recht.²⁶²³ Aus dem Gesetz geht nicht hervor, dass die Einschränkung des Bezugsrechts grundsätzlich unzulässig ist.²⁶²⁴ Zweitens ist das Bezugsrecht kein Kontrollrecht.²⁶²⁵ Und drittens missachtet die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsbezugsrechten weder die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft noch verstösst sie gegen die Bestimmungen zum Kapitalschutz.²⁶²⁶

bb) Verfahren

Im Rahmen eines Anfechtungsprozesses ist die *Beweislast geteilt* je nach Tatsache. 1497 Der klagende Aktionär muss die anspruchsbegründenden Tatsachen beweisen.²⁶²⁷ Er muss namentlich darlegen, dass der Beschluss betreffend die Einschränkung des Ausübungsrechts auf langfristig beteiligte Aktionäre im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirkt. Die beklagte Gesellschaft muss demgegenüber nachweisen, dass die Ungleichbehandlung der Aktionäre durch einen wichtigen Grund gerechtfertigt ist, mithin im Interesse der Gesellschaft liegt und verhältnismässig ist. Die Gesellschaft kann diesen Nachweis mit Hinweisen auf die ökonomische Theorie zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt, die empirischen Erkenntnisse hierzu im Allgemeinen und die anekdotischen Beweise betreffend Loyalitätsdividenden und -optionen im Besonderen erbringen.²⁶²⁸ Sie muss zum einen darlegen, dass die Ausgabe von Loyalitätsoptionen dem Zweck der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbetei-

²⁶²² Vgl. Art. 706b OR. Genau genommen legt die Generalversammlung im Rahmen der Statutenbestimmung zum bedingten Kapital nur die Grundlage für die Gewährung zusätzlicher Optionen an langfristig beteiligte Aktionäre. Der Verwaltungsrat erlässt danach die Anleihsbedingungen und gibt die Optionen aus.

²⁶²³ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 1 OR.

²⁶²⁴ Vgl. Art. 653c Abs. 1 i.V.m. Art. 652b Abs. 2 und 4 OR. Vielmehr sind Einschränkungen des Bezugsrechts unter bestimmten Voraussetzungen ausdrücklich zulässig.

²⁶²⁵ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 2 OR. Zu entsprechenden Beispielen siehe vorne Rz. 992.

²⁶²⁶ Vgl. den Anfechtungsgrund gem. Art. 706b Ziff. 3 OR. Soweit das Gesetz Einschränkungen des Bezugsrechts ausdrücklich vorsieht und soweit diese im Gesellschaftsinteresse liegen und verhältnismässig sind, können sie nicht zugleich gegen die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft verstossen. Auch ein Verstoß gegen die Bestimmungen zum Kapitalschutz ist nicht ersichtlich.

²⁶²⁷ Vgl. Art. 8 ZGB.

²⁶²⁸ Vgl. vorne Rz. 647.

ligungen dient und dass eine in Bezug auf die Haltedauer ausgewogene Aktionärsbasis einen Beitrag zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts leistet. Und sie muss zum anderen darlegen, dass Loyalitätsoptionen ein geeignetes, erforderliches und verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sind. Das ist nach der hier vertretenen Auffassung der Fall, sofern der Beschluss zum bedingten Kapital dem vorliegend dargestellten Grundmodell entspricht.²⁶²⁹ Es ist zu empfehlen, dass der Verwaltungsrat den Aktionären mit dem Beschlussantrag zum bedingten Kapital den mit der Ausgabe von Loyalitätsoptionen verfolgten Zweck darlegt und deren Auswirkungen erläutert.²⁶³⁰

- 1498 Ein Gericht dürfte sich nur mit *Zurückhaltung* in begründete Mehrheitsbeschlüsse der Generalversammlung einmischen und diese als nicht im Gesellschaftsinteresse liegend qualifizieren.²⁶³¹ Die Mehrheit an der Generalversammlung hat einen weiten Ermessensspielraum zur Ausübung ihrer Macht. Mit seinem Beitritt zur Gesellschaft anerkennt der Aktionär, dass die Mehrheit innerhalb gewisser Schranken auch dann mit Bindungswirkung für alle entscheidet, wenn sie dabei ihre eigenen Interessen in den Vordergrund stellt. Ein Beschluss betreffend Loyalitätsoptionen kann deshalb mittels Anfechtungsklage nicht mit dem blossen Hinweis darauf umgestossen werden, er betreffe bestimmte Minderheitsaktionäre nachteilig. Dazu bedarf es der Berücksichtigung rechtsökonomischer Zusammenhänge, insbesondere zu den Auswirkungen von Loyalitätsoptionen. Auch dann dürfte es in der Regel schwierig sein, einen sachlich begründeten Entscheid der Generalversammlung zur Gewährung von Loyalitätsoptionen ohne fundierte Kenntnis der Besonderheiten des betroffenen Unternehmens als nicht im Gesellschaftsinteresse liegend zu qualifizieren.²⁶³²
- 1499 Sowohl der Beschluss betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsoptionen als auch dessen allfällig erfolgreiche Anfechtung entfalten *Wirkung gegenüber allen Aktionären*.²⁶³³ Der Handelsregisterführer ist ausnahmsweise verpflichtet, mit der Eintragung eines anfechtbaren Beschlusses zuzuwarten, sofern eine Einsprache ge-

²⁶²⁹ Siehe vorne Rz. 1345 ff.

²⁶³⁰ Zum einen wird daraus ersichtlich, inwieweit der Verwaltungsrat mit dem Beschlussantrag seiner Treuepflicht gem. Art. 717 Abs. 1 OR nachkommt. Zum anderen dienen die Hintergrundinformationen der Transparenz gegenüber den Aktionären und können auch in einem allfälligen Anfechtungsverfahren wieder verwendet werden.

²⁶³¹ Siehe vorne Fn. 2198.

²⁶³² Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 996, 1166 und 1331.

²⁶³³ Zum Gesagten vgl. vorne Rz. 996 und 1166. Vgl. Art. 706 Abs. 5 OR.

mäss Art. 162 HRegV eingelegt wurde.²⁶³⁴ Wird der Ermächtigungsbeschluss betreffend das bedingte Kapital mit Loyalitätsoptionen erfolgreich angefochten, fallen der Beschluss und das Kapitalband teilweise *ex tunc* dahin.²⁶³⁵ Das auflösende Gestaltungsurteil wirkt für und gegen alle Aktionäre und im Übrigen gegenüber jedermann.²⁶³⁶

Soweit Loyalitätsoptionen als nicht mit dem Gleichbehandlungsgebot vereinbar beurteilt werden, fällt die entsprechende Auflage im Generalversammlungsbeschluss und in den Statuten spätestens mit der erfolgreichen Geltendmachung des Anfechtungsgrundes aufgrund des auflösenden Gestaltungsurteils *ex tunc* dahin.²⁶³⁷ 1500

b) Konversion

Auch im Falle von Loyalitätsoptionen ist eine *Konversion nicht möglich*. Die Umwandlung in eine vertragliche Vereinbarung ist nur möglich, wenn die vertragliche Regelung betreffend die Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre eine ähnliche Zwecksetzung verfolgt und den gleichen Erfolg hat wie eine Statutenbestimmung betreffend ein bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen. Das Erfordernis der ähnlichen Zwecksetzung mag erfüllt sein. Eine vertragliche Vereinbarung hätte aber nicht den gleichen und auch nicht einen ähnlichen Erfolg wie eine Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsoptionen. Sie würde sich in Bezug auf den Wirkungsbereich und die Wirkungsweise von einer Statutenbestimmung unterscheiden. Sie wäre deshalb nicht durch den hypothetischen Willen der Aktionäre getragen. Eine Konversion ist im Falle einer Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsoptionen somit ausgeschlossen.²⁶³⁸ 1501

4. Fazit

Als Ergebnis kann festgehalten werden, dass die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen *keine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung* der Aktionäre bewirkt. Loyalitätsoptionen gehen zwar mit potenziellen vermögensmässigen Privilegien zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre einher und benachteiligen 1502

²⁶³⁴ Siehe vorne Fn. 1954.

²⁶³⁵ Die Anfechtung erstreckt sich auf die Auflage betreffend den tieferen Ausgabebetrag für langfristig beteiligte Aktionäre.

²⁶³⁶ Art. 706 Abs. 5 OR.

²⁶³⁷ Vgl. vorne Rz. 998.

²⁶³⁸ Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 999 f.

zugleich die kurzfristig beteiligten Aktionäre. Das führt zu einer Ungleichbehandlung im Sinne des Gesetzes.²⁶³⁹ Die Ungleichbehandlung kann aber sachlich gerechtfertigt werden.²⁶⁴⁰

- 1503 Die Gewährung von Loyalitätsoptionen kann ein *verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen* sein. Unter der analogen Berücksichtigung der bisherigen empirischen Erkenntnisse zu Loyalitätsdividenden und -optionen ist die Ausgabe von Loyalitätsoptionen in einem die langfristig beteiligten Aktionäre um bis zu 100% begünstigenden Verhältnis noch ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Ein Generalversammlungsbeschluss zur Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen, der sich an diese Eckwerte hält, mag eine Ungleichbehandlung der Aktionäre bewirken, kann aber sachlich gerechtfertigt werden. Loyalitätsoptionen mit diesen Eckwerten dienen der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen im Interesse der Gesellschaft und sind somit zweckmässig. Sie sind geeignet, Aktionäre – zumindest während einer befristeten Dauer – zum langfristigen Halten ihrer Beteiligung zu bewegen. Loyalitätsoptionen gehören zu den mildesten unter den geeigneten Mitteln zur Zweckverfolgung, indem sie den Aktionären einen finanziellen Anreiz zum langfristigen Halten setzen. Zudem sind sie ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.²⁶⁴¹

IV. Fazit und Ausgestaltung der Statutenbestimmung

- 1504 Die Einführung eines bedingten Kapitals mit Loyalitätsoptionen nach dem vorliegend dargestellten Grundmodell ist zulässig. Aktiengesellschaften dürfen im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung festlegen, dass die Aktionäre die Optionsrechte nur oder zumindest nur anteilmässig ausüben dürfen, sofern sie die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien langfristig halten.
- 1505 Zur Ausgabe von Loyalitätsoptionen bedarf es einer *statutarischen Grundlage* zum bedingten Kapital. Mit einem blossen Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss dürften keine Loyalitätsoptionen ausgegeben werden. Die Ausgabe von Loyalitätsoptionen im Rahmen des bedingten Kapitals erfordert ein qualifiziertes Quorum von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der

²⁶³⁹ Vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

²⁶⁴⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1493 f.

²⁶⁴¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1491 f.

Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte. Die Regelung wirkt für die Dauer der bedingten Kapitalerhöhung gegenüber allen Aktionären. Sie ist im Weiteren massgeblich für die Gesellschaftsorgane, insbesondere für den Verwaltungsrat und die Revisionsstelle bei der Umsetzung der bedingten Kapitalerhöhung.²⁶⁴²

Loyalitätsoptionen nach dem vorliegend dargestellten Modell sind *aus aktienrechtlicher Sicht zulässig*. Sie auferlegen den Aktionären keine tatsächliche oder rechtliche Pflicht, namentlich zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung, und verstossen somit nicht gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten. Loyalitätsoptionen sind im Weiteren ein verhältnismässiges Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen. Weil diese Zielsetzung im Interesse der Gesellschaft liegt, können die Einschränkung des Bezugsrechts und die Ungleichbehandlung, welche die Ausgabe von Loyalitätsoptionen bewirken, sachlich gerechtfertigt werden.²⁶⁴³ 1506

Der *notwendige Inhalt der Statutenbestimmung* zum bedingten Kapital umfasst verschiedene Elemente. Die Statutenklausel betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsoptionen muss Aufschluss über die Grundzüge der Regelung geben. Die Grundzüge können in Form von Auflagen in den Beschluss und die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital aufgenommen werden. Sind die Voraussetzungen und das Mass der Berechtigung – und somit auch die Gründe zur Einschränkung des Bezugsrechts – bekannt und hinreichend bestimmt, bildet die Statutenbestimmung eine genügende Grundlage für die Anwendung in der Praxis. Sie enthält dann die erforderlichen Angaben, anhand derer die Aktionäre die Rechtmässigkeit der Statutenklausel beurteilen und gerichtlich überprüfen lassen können.²⁶⁴⁴ 1507

Auf der Grundlage der in diesem Kapitel gewonnenen Erkenntnisse wurde ein Vorschlag für eine mögliche Statutenbestimmung zur Ausgabe von Loyalitätsoptionen im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung erarbeitet. Sie dient als Anregung für die Umsetzung dieses neuartigen Konzepts zur zeitlich befristeten Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen.²⁶⁴⁵ 1508

²⁶⁴² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1414.

²⁶⁴³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1478.

²⁶⁴⁴ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1345 ff.

²⁶⁴⁵ Zum Ganzen siehe hinten Anhang 4.

3. Teil:

Ausblick betreffend Loyalitätsaktien de lege ferenda

In den zwei vorstehenden Teilen der Untersuchung wurde aufgezeigt, dass die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen aus aktienrechtlicher Sicht ein legitimes Ziel sein kann und dass die als wirksam eingeschätzten Normkonzepte bereits nach geltendem Recht zulässig sind. Dabei zeigte sich, dass *Loyalitätsdividenden* und *Loyalitätsoptionen* am ehesten einen Anreiz schaffen dürften, um Aktionäre auf befristete oder unbefristete Zeit zum Aufrechterhalten ihrer Beteiligung zu bewegen. Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht dürften ebenfalls zur Stabilisierung des Aktionariats einer Gesellschaft beitragen. Bei ihnen ist die Begünstigung langfristiger Aktionäre aber lediglich eine Nebenerscheinung einer Kapitalerhöhung, die in erster Linie andere Zwecke verfolgt.²⁶⁴⁶ 1509

Im dritten Teil dieser Arbeit werden *Vorschläge für eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage* von Loyalitätsdividenden und -optionen gemacht. Nach der vorliegend vertretenen Auffassung lassen sich die beiden Konzepte bereits unter geltendem Recht in den Statuten einer Gesellschaft umsetzen. Die verbleibenden Rechtsunsicherheiten im Zusammenhang mit Loyalitätsdividenden und -optionen könnten der Grund dafür sein, dass Schweizer Aktiengesellschaften bisher – soweit ersichtlich – von einer Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre abgesehen haben. Vor diesem Hintergrund erscheint es geboten, eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für Loyalitätsdividenden und -optionen zu schaffen. 1510

In einem ersten Schritt wird im Sinne einer Grundlage auf die bisherigen Gesetzgebungsarbeiten zum Thema Loyalitätsaktien eingegangen (§ 8). In einem zweiten Schritt werden gestützt auf diese Arbeiten die Regelungsvorschläge dargelegt und kommentiert (§ 9). Die Vorschläge sollen als Impuls für die weitere rechtspolitische Auseinandersetzung mit dem Thema Loyalitätsaktien und -optionen dienen. 1511

²⁶⁴⁶ Siehe vorne Rz. 1488.

§ 8 Bisherige Gesetzgebungsarbeiten

Zunächst wird auf die Gesetzgebungsarbeiten im Zusammenhang mit Loyalitätsaktien im Rahmen der *Aktienrechtsrevision* eingegangen. Der Nationalrat hatte sich dreimal hintereinander für die Einführung von Loyalitätsdividenden und Loyalitätsbezugsrechten eingesetzt (I.). Die entsprechenden Gesetzesentwürfe dienen als Anknüpfungspunkt für die Regelungsvorschläge *de lege ferenda*. Der Ständerat sprach sich demgegenüber (vorerst) dreimal gegen die Schaffung einer ausdrücklichen gesetzlichen Grundlage für Loyalitätsaktien aus. Er überwies stattdessen ein Kommissionspostulat, mit dem der Bundesrat zur Prüfung der Auswirkungen von Loyalitätsaktien beauftragt wurde (II.). Es bietet sich an, die Ergebnisse der Aktienrechtsrevision im Allgemeinen und der Einigungskonferenz im Besonderen in dieser Hinsicht zu interpretieren (III.). 1512

I. Gesetzesentwürfe im Rahmen der Aktienrechtsrevision

Bei dem vom Nationalrat beschlossenen Regelungsvorschlag zu Loyalitätsdividenden und Loyalitätsbezugsrechten handelt es sich um eine *Vielzahl einzelner Gesetzesbestimmungen*.²⁶⁴⁷ Die Bestimmungen sind nicht auf einen Blick in einer amtlichen Publikation enthalten. Sie finden sich verteilt in den Gesetzesfahnen zur letzten Aktienrechtsrevision und im Amtlichen Bulletin. Es erscheint daher geboten, die Vorschläge im Sinne einer Übersicht darzustellen und den bisherigen Ausführungen zu den Konzepten unter geltendem Recht im zweiten Teil der Arbeit mit Nachweisen gegenüberzustellen (A.–C.). 1513

A. Loyalitätsdividenden

Es wurden bereits im Rahmen der *Vernehmlassung* Vorschläge für eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für Loyalitätsdividenden eingebracht. Die Vorschläge fanden aber keinen Eingang in den Gesetzesentwurf vom November 2016. Der Grund dafür liegt darin, dass Loyalitätsdividenden in der Vernehmlassung nur vereinzelt Zuspruch erhielten.²⁶⁴⁸ 1514

²⁶⁴⁷ Zu den Loyalitätsoptionen nach dem im zweiten Teil der Arbeit untersuchten Grundmodell wurde kein Gesetzesentwurf verabschiedet.

²⁶⁴⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 225 f.

1515 Der Regelungsvorschlag betreffend Loyalitätsdividenden gemäss Beschluss des Nationalrats knüpfte an zwei Stellen im Gesetz an. Zum einen sah er eine Ergänzung der Bestimmungen zum *Recht auf Gewinn- und Liquidationsanteil* vor:²⁶⁴⁹

«Art. 661a

III. Erhöhung der Dividende oder der zurückbezahlenden Kapitalreserven^[2650]

¹ Die Statuten können 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.^[2651] Entsprechendes kann für die Rückzahlung von Kapitalreserven vorgesehen werden.^[2652]

² Die Statuten legen die Grundsätze fest. Sie regeln insbesondere die erforderlichen Beschlüsse von Generalversammlung und Verwaltungsrat, die Voraussetzungen der Berechtigung, die Bestimmung des Berechtigten und den Nachweis sowie den Beginn und das Ende der Berechtigung.^[2653]

³ Die Statuten können vorsehen, dass berechtigt nur sein kann, wer einen bestimmten Anteil am Aktienkapital nicht überschreitet, oder dass der gesamte Erhöhungsbetrag einen bestimmten Anteil am Gesamtbetrag nicht überschreiten darf.^[2654] Sie können ferner vorsehen, dass die Erhöhung der Dividende oder der zurückzubezahlenden Kapitalreserven von der Dauer der Eintragung abhängt.^[2655]

⁴ Der Verwaltungsrat regelt die Einzelheiten in einem Reglement. Er macht den Aktionären das Reglement zugänglich.^{[2656],²⁶⁵⁷}

²⁶⁴⁹ Zur Angemessenheit der systematischen Einordnung von Anreizen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ins Aktienrecht siehe vorne Rz. 594 ff.

²⁶⁵⁰ Richtigerweise müsste es wohl «der zurückzubezahlenden Kapitalreserven» heissen.

²⁶⁵¹ Zur Angemessenheit einer dispositiven gesetzlichen Regelung siehe vorne Rz. 1546; zur Voraussetzung der Eintragung ins Aktienbuch der Gesellschaft vgl. vorne Rz. 724 f.; zur erforderlichen Haltedauer vgl. vorne Rz. 722; zur Höhe der Begünstigung vgl. vorne Rz. 760 ff.

²⁶⁵² Vgl. vorne Rz. 759.

²⁶⁵³ Zur Regelung der Grundsätze in den Statuten vgl. vorne Rz. 718.

²⁶⁵⁴ Zur Angemessenheit der zusätzlichen Beschränkung der Begünstigung pro Aktionär vgl. vorne Rz. 761 f.

²⁶⁵⁵ Zur Möglichkeit eines stufenweisen Anstiegs der Begünstigung je nach Dauer der Aktionärsbeteiligung vgl. vorne Rz. 761.

²⁶⁵⁶ Zur Regelung der Einzelheiten in einem Reglement vgl. vorne Rz. 737 und 798.

²⁶⁵⁷ AmtlBull NR 2018, 1123 (Nachweise hinzugefügt).

Zudem wurde der Katalog der wichtigen Beschlüsse, die ein *qualifiziertes Quorum* von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der absoluten Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte erfordern, ergänzt:²⁶⁵⁸ 1516

«Art. 704 Abs. 1 Ziff. 8^{bis}

8^{bis}. Statutenbestimmungen zur Ausrichtung einer erhöhten Dividende oder einer erhöhten Rückzahlung von Kapitalreserven;»²⁶⁵⁹

B. Loyalitätsbezugsrechte im Zusammenhang mit Kapitalband und ordentlicher Kapitalerhöhung

Es wurden zwei Varianten für die Ausgestaltung der Loyalitätsbezugsrechte im Zusammenhang mit einer ordentlichen Kapitalerhöhung und einer Kapitalerhöhung im Rahmen des Kapitalbands in der Aktienrechtsrevision vorgeschlagen. 1517

1. Vorzugsrecht

Als erste Variante wurde ein Vorschlag für Loyalitätsbezugsrechte in den Entwurf aufgenommen, der den langfristig beteiligten Aktionären gesamthaft ein Vorzugsrecht im Umfang eines bestimmten Anteils von neu geschaffenen Aktien vermittelt hätte.²⁶⁶⁰ Der Konzeptvorschlag sah eine Ergänzung der Regeln zur Kapitalerhöhung und zum Kapitalband mit verschiedenen neuen Gesetzesbestimmungen vor.²⁶⁶¹ 1518

Der *Beschluss betreffend eine Kapitalerhöhung* sollte für den Fall eines Loyalitätsbezugsrechts mit Vorzugsrecht bestimmte Angaben enthalten: 1519

«Art. 650 Abs. 2 Ziff. 9^{bis}

9^{bis}. bei Einräumung eines Vorzugsrechts: den Nennbetrag oder gegebenenfalls den maximalen Nennbetrag, der bestimmten Aktionären gesamthaft zum Bezug neu ausgegebener Aktien zugewiesen

²⁶⁵⁸ Zur Angemessenheit des Erfordernisses eines qualifizierten Quorums vgl. vorne Rz. 805.

²⁶⁵⁹ AmtlBull NR 2018, 1122.

²⁶⁶⁰ Die Untersuchung im zweiten Teil dieser Arbeit erstreckt sich nicht auf diese Art von Loyalitätsbezugsrechten, siehe vorne Rz. 1010.

²⁶⁶¹ Zur Angemessenheit der systematischen Einordnung von Anreizen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ins Aktienrecht siehe vorne Rz. 594 ff.

wird, sowie die Einzelheiten der Vorzugsberechtigung und die Folgen, wenn das Vorzugsrecht nicht ausgeübt wird;»²⁶⁶²

- 1520 Es wurde eine zusätzliche Gesetzesbestimmung in den *gemeinsamen Vorschriften zu Kapitalerhöhungen* vorgesehen, welche die Bestimmungen zum Bezugsrecht ergänzen sollten:

«Art. 652b^{bis}

d. Vorzugsrecht

¹ Die Statuten können vorsehen, dass die Eigentümer von Aktien, welche seit mindestens zwei Jahren als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen sind, gesamthaft Anspruch auf einen Anteil von bis zu 20 Prozent von neu geschaffenem Aktienkapital haben, für das die Generalversammlung keine Aufhebung oder Beschränkung des Bezugsrechts beschliesst.

² Die Statuten legen die Grundsätze fest. Sie regeln insbesondere die erforderlichen Beschlüsse der Generalversammlung, die Voraussetzungen der Berechtigung, die Bestimmung des Berechtigten und den Nachweis sowie den Beginn und das Ende der Berechtigung.

³ Die Statuten können vorsehen, dass berechtigt nur sein kann, wer einen bestimmten Anteil am Aktienkapital nicht überschreitet.»²⁶⁶³

- 1521 Bei der Bestimmung über den *Inhalt des Kapitalerhöhungsberichts* wurde ergänzt, dass der Verwaltungsrat im Bericht Rechenschaft über die Einräumung eines Vorzugsrechts im Zusammenhang mit dem Loyalitätsbezugsrecht ablegt:

«Art. 652e Ziff. 4

4. die Einhaltung des Generalversammlungsbeschlusses, insbesondere über die Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechtes und die Zuweisung nicht ausgeübter oder entzogener Bezugsrechte sowie über die Einräumung eines Vorzugsrechts;»²⁶⁶⁴

- 1522 Im Weiteren wurde die Bestimmung zu den Voraussetzungen, unter denen eine *Prüfungsbestätigung* des Revisors erforderlich ist, ergänzt. Eine Prüfungsbestätigung sollte entbehrlich sein, wenn im Zusammenhang mit langfristig gehaltenen Aktien kein Vorzugsrecht eingeräumt wurde:

²⁶⁶² AmtlBull NR 2018, 1119. Die Bestimmung wäre sinngemäss auf den Beschluss des Verwaltungsrats zur Erhöhung des Kapitals im Rahmen eines Kapitalbands anwendbar gewesen (vgl. Art. 653u Abs. 4 OR).

²⁶⁶³ AmtlBull NR 2018, 1121.

²⁶⁶⁴ AmtlBull NR 2018, 1121.

«Art. 652f Abs. 2

² [...] erhöht wird, die Bezugsrechte nicht eingeschränkt oder aufgehoben werden und kein Vorzugsrecht eingeräumt wird.»²⁶⁶⁵

Bei den neu erlassenen Bestimmungen zum *Kapitalband* wurden die Vorgaben 1523 zum notwendigen Inhalt einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband ergänzt durch Angaben zur Einräumung eines Vorzugsrechts im Zusammenhang mit dem Loyalitätsbezugsrecht:

«Art. 653t Abs. 1 Ziff. 7^{bis}

7^{bis}. die Einräumung eines Vorzugsrechts und die Angaben gemäss Artikel 652b^{bis},»²⁶⁶⁶

Und schliesslich sollten die Einräumung eines Vorzugsrechts im Zusammenhang 1524 mit dem Loyalitätsbezugsrecht und die damit einhergehende Einschränkung des Bezugsrechts im Zusammenhang mit kurzfristig gehaltenen Aktien nur bei Einhaltung eines *qualifizierten Quorums* möglich sein:

«Art. 704 Abs. 1 Ziff. 8^{ter}

4. die Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechts oder die Einräumung eines Vorzugsrechts;

8^{bis}. Statutenbestimmungen zur Einräumung eines Vorzugsrechts;»²⁶⁶⁷

2. Tieferer Ausgabebetrag

Als zweite Variante wurde ein Vorschlag für Loyalitätsbezugsrechte in den Entwurf 1525 aufgenommen, der bei einer Kapitalerhöhung ausdrücklich die Festsetzung eines tieferen Ausgabebetrags im Verhältnis zum langfristig gehaltenen Anteil der bisherigen Aktien erlaubt hätte.

Der *Beschluss betreffend eine Kapitalerhöhung* sollte für den Fall eines Loyalitäts- 1526 bezugsrechts mit tieferem Ausgabebetrag bestimmte Angaben enthalten:

«Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3^{bis}

3^{bis}. bei einem tieferen Ausgabebetrag für bestimmte Aktionäre (Artikel 652b Absatz 5): den Ausgabebetrag sowie die Voraussetzungen der Berechtigung, die Bestimmung des Berechtigten und

²⁶⁶⁵ AmtlBull NR 2018, 1121.

²⁶⁶⁶ AmtlBull NR 2018, 1120.

²⁶⁶⁷ AmtlBull NR 2018, 1122.

den Nachweis sowie den Beginn und das Ende der Berechtigung oder aber die Ermächtigung des Verwaltungsrates, diese Punkte festzulegen, wobei das Verhältnis zwischen dem tieferen Ausgabebetrag und dem Ausgabebetrag für die anderen Aktionäre in jedem Fall von der Generalversammlung zu beschliessen ist;^[2668],²⁶⁶⁹

1527 Der Konzeptvorschlag sah im Weiteren eine Ergänzung des Randtitels zur Bestimmung betreffend *Bezugsrecht* vor. Der Randtitel sollte neu «4. Bezugsrecht und Ausgabebetrag»²⁶⁷⁰ lauten. Zudem sollte die Bestimmung mit einem Absatz ergänzt werden:

«Art. 652b Abs. 5

⁵ Für die Eigentümer von Aktien, welche seit mindestens zwei Jahren als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen sind, kann ein bis zu 20 Prozent tieferer Ausgabebetrag festgesetzt werden.^[2671],²⁶⁷²

1528 Bei den neu erlassenen Bestimmungen zum *Kapitalband* wurden die Vorgaben zum notwendigen Inhalt einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband ergänzt durch Angaben zur Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags im Zusammenhang mit dem Loyalitätsbezugsrecht:

«Art. 653t Abs. 1 Ziff. 8^{bis}

8^{bis}. die Ermächtigung des Verwaltungsrats zur Festsetzung eines tieferen Ausgabebetrags für bestimmte Aktionäre (Artikel 652b Absatz 5) sowie das Verhältnis zwischen dem tieferen Ausgabebetrag und dem Ausgabebetrag für die anderen Aktionäre;^[2673],²⁶⁷⁴

²⁶⁶⁸ Zur Erforderlichkeit der Angaben zum Loyalitätsbezugsrecht im Kapitalerhöhungsbeschluss vgl. vorne Rz. 1058.

²⁶⁶⁹ AmtlBull NR 2018, 1119. Die Bestimmung wäre sinngemäss auf den Beschluss des Verwaltungsrats zur Erhöhung des Kapitals im Rahmen eines Kapitalbands anwendbar gewesen (vgl. Art. 653u Abs. 4 OR).

²⁶⁷⁰ AmtlBull NR 2018, 1120.

²⁶⁷¹ Zu den Voraussetzungen der Gewährung eines Loyalitätsbezugsrechts mit tieferem Ausgabebetrag vgl. vorne Rz. 1022 ff.

²⁶⁷² AmtlBull NR 2018, 1120.

²⁶⁷³ Zu den Anforderungen an den Inhalt des Generalversammlungsbeschlusses und der Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsbezugsrecht vgl. vorne Rz. 1222.

²⁶⁷⁴ AmtlBull NR 2018, 1120.

C. Loyalitätsbezugsrechte im Zusammenhang mit Aktionärsoptionen

1. Vorzugsrecht

Es wurden zwei Varianten für die Ausgestaltung der Loyalitätsbezugsrechte im Zusammenhang mit der Ausgabe von Aktionärsoptionen im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung vorgeschlagen. Als erste Variante wurde ein Vorschlag für Loyalitätsbezugsrechte in den Entwurf aufgenommen, der den langfristig beteiligten Aktionären gesamthaft ein Vorzugsrecht auf einen bestimmten Anteil von Aktionärsoptionen zum Bezug neuer Aktien vermittelt hätte.²⁶⁷⁵ Der Konzeptvorschlag sah eine Ergänzung der Regeln zur bedingten Kapitalerhöhung mit verschiedenen neuen Gesetzesbestimmungen vor. 1529

Die *Statutenbestimmung zum bedingten Kapital* sollte im Falle eines Loyalitätsbezugsrechts mit Vorzugsrecht bestimmte Angaben enthalten. Zu den Angaben gehören gemäss Verweis namentlich die Voraussetzungen der Berechtigung, die Bestimmung des Berechtigten und der Nachweis sowie der Beginn und das Ende der Berechtigung: 1530

«Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis}

4^{bis}. im Fall der Einräumung von Optionsrechten an die Aktionäre ein Vorzugsrecht bestimmter Aktionäre und die Angaben gemäss Artikel 652b^{bis},»²⁶⁷⁶

Im Weiteren sah der Vorschlag eine Ergänzung der Bestimmungen zum *Schutz der Aktionäre* vor. Im Falle einer bedingten Kapitalerhöhung durch Ausgabe von Aktionärsoptionen kommen die Bestimmungen zum Bezugsrecht sinngemäss zur Anwendung.²⁶⁷⁷ Im Zusammenhang mit dem Konzeptvorschlag zum Loyalitätsbezugsrecht bei ordentlichen Kapitalerhöhungen oder Kapitalerhöhungen im Rahmen des Kapitalbands sollten die Bestimmungen zum Bezugsrecht ergänzt werden. Der Verweis in den Bestimmungen zum Schutz der Aktionäre im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung sollte sich deshalb auch auf die Ergänzung im Zusammenhang mit dem Vorzugsrecht beziehen: 1531

²⁶⁷⁵ Die Untersuchung im zweiten Teil dieser Arbeit erstreckt sich nicht auf diese Art von Loyalitätsbezugsrechten, vgl. vorne Rz. 1010.

²⁶⁷⁶ AmtlBull NR 2018, 1122.

²⁶⁷⁷ Siehe vorne Rz. 1182.

«Art. 653c Abs. 1

¹ [...] so sind die Vorschriften über das Bezugsrecht und das Vorzugsrecht bei der ordentlichen Kapitalerhöhung sinngemäss anwendbar.»²⁶⁷⁸

- 1532 Bei den neu erlassenen Bestimmungen zum *Kapitalband* wurden die Vorgaben zum notwendigen Inhalt einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband ergänzt durch Angaben zur Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags im Zusammenhang mit dem Loyalitätsbezugsrecht bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen. Die Statutenbestimmung zum bedingten Kapital sollte namentlich Angaben enthalten zu den Voraussetzungen der Berechtigung, zur Bestimmung der Berechtigten und zum Nachweis sowie zu Beginn und Ende der Berechtigung:

«Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9^{bis}

9^{bis}. die Einräumung eines Vorzugsrechts im Fall von Optionsrechten für Aktionäre und die Angaben gemäss Artikel 652b^{bis}.»²⁶⁷⁹

2. Tieferer Optionspreis

- 1533 Als zweite Variante wurde ein Vorschlag für Loyalitätsbezugsrechte in den Entwurf aufgenommen, der bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen ausdrücklich die Festsetzung eines tieferen Optionspreises im Zusammenhang mit Optionen, denen langfristig gehaltene Aktien zugrunde liegen, erlaubt hätte.
- 1534 Der Konzeptvorschlag ging davon aus, dass die Bestimmung betreffend das *Bezugsrecht* entsprechend dem Vorschlag zum Loyalitätsbezugsrecht im Zusammenhang mit einer ordentlichen Kapitalerhöhung oder einer Kapitalerhöhung im Rahmen des Kapitalbands ergänzt wird. Es wäre demnach ausdrücklich erlaubt gewesen, einen bis zu 20% tieferen Optionspreis zu gewähren, wenn die den Optionen zugrunde liegenden Aktien langfristig gehalten worden wären.
- 1535 Darüber hinaus war vorgesehen, dass die entsprechende Statutenbestimmung zum bedingten Kapital mit Loyalitätsbezugsrecht die Ermächtigung des Verwaltungsrats zur Festsetzung eines tieferen Optionspreises für langfristig beteiligte Aktionäre und das Mass der Begünstigung hätte enthalten müssen:

²⁶⁷⁸ AmtlBull NR 2018, 1123.

²⁶⁷⁹ AmtlBull NR 2018, 1120.

«Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{ter}

4^{ter}. die Ermächtigung des Verwaltungsrates zur Festsetzung günstigerer Bedingungen von Optionsrechten für bestimmte Aktionäre (Artikel 652b Absatz 5) sowie das Verhältnis zwischen einem tieferen Optionspreis und dem Optionspreis für die anderen Aktionäre; [2680],²⁶⁸¹

Im Weiteren sah der Vorschlag auch eine Ergänzung der Bestimmungen zum *Schutz der Aktionäre* vor. Im Falle einer bedingten Kapitalerhöhung durch Ausgabe von Aktionärsoptionen kämen die Bestimmungen zum Bezugsrecht sinngemäss zur Anwendung.²⁶⁸² Im Zusammenhang mit dem Konzeptvorschlag zum Loyalitätsbezugsrecht bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen sollten die Bestimmungen zum Bezugsrecht ergänzt werden. Der Verweis in den Bestimmungen zum Schutz der Aktionäre im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung sollte sich deshalb auch auf die Ergänzung im Zusammenhang mit dem tieferen Ausgabebetrag beziehen:

«Art. 653c Abs. 1

¹ [...] so sind die Vorschriften über das Bezugsrecht und den Ausgabebetrag bei der ordentlichen Kapitalerhöhung sinngemäss anwendbar.»²⁶⁸³

Bei den neu erlassenen Bestimmungen zum *Kapitalband* wurden die Vorgaben zum notwendigen Inhalt einer Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband ergänzt durch Angaben zur Gewährung eines tieferen Optionspreises im Zusammenhang mit dem Loyalitätsbezugsrecht:

«Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9^{ter}

9^{ter}. die Ermächtigung des Verwaltungsrates zur Festsetzung günstigerer Bedingungen von Optionsrechten für bestimmte Aktionäre (Artikel 652b Absatz 5) sowie das Verhältnis zwischen einem tieferen Optionspreis und dem Optionspreis für die anderen Aktionäre;»²⁶⁸⁴

²⁶⁸⁰ Zum Mass der Berechtigung vgl. vorne Rz. 1377 ff.

²⁶⁸¹ AmtlBull NR 2018, 1122.

²⁶⁸² Siehe vorne Rz. 1182.

²⁶⁸³ AmtlBull NR 2018, 1123, in dem die konsolidierte Fassung der Bestimmung («[...] über das Bezugsrecht (, das Vorzugsrecht und den Ausgabebetrag) bei der ordentlichen Kapitalerhöhung sinngemäss anwendbar») aufgeführt ist.

²⁶⁸⁴ AmtlBull NR 2018, 1120.

II. Kommissionspostulat zu den Auswirkungen von Loyalitätsaktien

- 1538 In der parlamentarischen Beratung der letzten Aktienrechtsrevision gab es viel *Zuspruch für Loyalitätsaktien*. Es wurde zwar nach der Differenzbereinigung darauf verzichtet, Bestimmungen zu Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechten und zum Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ins Gesetz aufzunehmen. Der Ständerat überwies aber ein Kommissionspostulat zur Prüfung der Auswirkungen von Loyalitätsaktien an den Bundesrat. Die Konzepte sollen vor dem Erlass entsprechender Bestimmungen eingehend geprüft werden, zumal bislang keine Berichterstattung und Vernehmlassung dazu stattgefunden hatte.²⁶⁸⁵ Es geht aber aus der parlamentarischen Beratung hervor, dass der Verzicht auf eine Regelung im Rahmen der Aktienrechtsrevision nicht Ausdruck eines grundsätzlichen Widerstands gegen Loyalitätsaktien sei – weder vonseiten des Bundesrats noch vonseiten des Gesetzgebers.²⁶⁸⁶
- 1539 Von einer Aufnahme der Regelungen zu Loyalitätsaktien wurde vorwiegend aufgrund *formaler Bedenken gegenüber Loyalitätsaktien* abgesehen. Es wurde geltend gemacht, es sei keine Vernehmlassung zum Thema der Loyalitätsaktien durchgeführt worden und es habe kein tiefgreifender Austausch mit Praxis und Wissenschaft stattgefunden.²⁶⁸⁷ Darüber hinaus wurden materielle Fragen aufgeworfen, namentlich ob die Haltedauer ein geeignetes Kriterium zur Erfassung nachhaltig ausgerichteter Aktionäre sei, falls ja, ob die diskutierte Haltedauer von zwei Jahren nicht zu kurz sei zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen und ob Loyalitätsaktien das geeignetste Mittel zur Zielerreichung seien.²⁶⁸⁸ Ausschlaggebend scheint aber das formale Argument gewesen zu sein, dass das Thema nicht eingehend durch die Verwaltung untersucht worden sei.
- 1540 Mit der Überweisung eines Kommissionspostulats wurde der Bundesrat beauftragt, die *Auswirkungen von Loyalitätsaktien* zu untersuchen und Bericht zu erstatten. So könne das Konzept der Loyalitätsaktien vertieft geprüft werden und Varian-

²⁶⁸⁵ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 1538.

²⁶⁸⁶ Vgl. namentlich RK-S, Protokoll 15./16.10.2018, 59; RK-S, Protokoll 04.06.2020, 2; RK-N/RK-S, 3.

²⁶⁸⁷ Vgl. RK-S, Protokoll 16./17.01.2020, 3; RK-N, Protokoll 15.05.2020, 4.

²⁶⁸⁸ Zusammenfassend Votum Vogt, AmtlBull NR 2020, 983; Vgl. RK-N, Protokoll 02./03.05.2018, 16 (zu kurze Haltedauer); RK-S, Protokoll 28./29.06.2018, 2, RK-S, Protokoll 15./16.10.2018, 57; RK-N, Protokoll 04./05.07.2019, 10; und RK-S, Protokoll 16./17.01.2020, 4 (jeweils zur Eignung der Haltedauer zur Erfassung nachhaltig ausgerichteter Aktionäre); RK-N, Protokoll 15.05.2020, 4 (geeignetstes Mittel).

ten könnten aufgezeigt werden.²⁶⁸⁹ Dagegen wurde eingewendet, eine Vernehmlassung würde keine neuen Erkenntnisse bringen, die sich im Rahmen der parlamentarischen Beratung nicht bereits ergeben hätten.²⁶⁹⁰ Es wurden denn auch in den Kommissionssitzungen im Rahmen der Aktienrechtsrevision verschiedene Rechtsexperten und Verbandsvertreter zum Thema angehört.²⁶⁹¹ Es setzte sich aber in der Einigungskonferenz die Haltung durch, mit dem Erlass einer gesetzlichen Regelung zu Loyalitätsaktien zuzuwarten, bis die Antwort zum entsprechenden Kommissionspostulat vorliege.

III. Interpretation des Ergebnisses der Einigungskonferenz

In der Einigungskonferenz setzte sich wohl aus Gründen der *Vorsichtigkeit* die Haltung durch, mit dem Erlass einer gesetzlichen Regelung zu Loyalitätsaktien zuzuwarten, bis die Antwort zum entsprechenden Kommissionspostulat vorliege.²⁶⁹² Der Umstand, dass in der Aktienrechtsrevision keine Regelung ins Gesetz aufgenommen wurde, bedeutet nicht, dass der Gesetzgeber nicht bereit ist, zu legislieren, sonst hätte das Konzept nicht auch verschiedentlich von Kritikern gewissen Zuspruch erhalten.²⁶⁹³ Es bedeutet schlicht, dass er weitere Informationen vor dem Erlass einer Regelung betreffend Loyalitätsaktien und -optionen wollte. 1541

Aus der Nichtaufnahme der Regelung in den Schlusstext ergeben sich *keine Anhaltspunkte zur Unzulässigkeit von Loyalitätsaktien* unter geltendem Recht. Aus dem Ergebnis der Einigungskonferenz im Rahmen der Aktienrechtsrevision kann nicht hergeleitet werden, die Schaffung von Loyalitätsaktien auf statutarischer Grundlage sei unzulässig. Es wurde in den parlamentarischen Beratungen zwar erwähnt, es bestehe eine gewisse Unsicherheit, ob Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht nach geltendem Recht zulässig seien. Von Unzulässigkeit war aber nie die Rede.²⁶⁹⁴ Vielmehr wurde 1542

²⁶⁸⁹ RK-S, Protokoll 04.06.2020, 1 f.; RK-N/RK-S, 2 f.; vgl. RK-S, Protokoll 15./16.10.2018, 57, 59.

²⁶⁹⁰ Vgl. RK-N/RK-S, 2.

²⁶⁹¹ Vgl. RK-N, Protokoll 22./23.06.2017, 13 und 15 des Anhörungsprotokolls vom 22.06.2017 (ohne Seitenangabe); RK-S, Protokoll 15./16.04.2019, 9, 13 f.

²⁶⁹² Vgl. z.B. RK-N/RK-S, 3.

²⁶⁹³ Vgl. z.B. RK-N, Protokoll 15.05.2020, 5.

²⁶⁹⁴ Zum Gesagten vgl. insb. RK-N, Protokoll 29./30.01.2018, Beilage, 8; RK-S, Protokoll 16./17.01.2020, 4.

vereinzelt angedeutet, dass das Interesse von Gesellschaften an einer stabilen Aktionärsbasis ein sachlicher Grund für die Einschränkung der Rechte der Aktionäre sein könne.²⁶⁹⁵

²⁶⁹⁵ Vgl. RK-N, Protokoll 02./03.05.2018, 16.

§ 9 Regelungsvorschläge

Aufbauend auf die Erkenntnisse dieser Untersuchung und die bisherigen Gesetzgebungsarbeiten werden Vorschläge für die künftige Regelung von Loyalitätsaktien und -optionen gemacht. Die Vorschläge sollen als *Diskussionsgrundlage* für die weitere rechtspolitische Auseinandersetzung mit dem Thema Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionäre dienen. 1543

Dabei wird zunächst umschrieben, welche Eckpunkte eine gesetzliche Regelung von Loyalitätsaktien und -optionen im Allgemeinen enthalten sollte (I.). Danach wird dargelegt, ob die Gesetzesbestimmungen gemäss Beschluss des Nationalrats in der Aktienrechtsrevision den Erkenntnissen dieser Arbeit entsprechen oder wie die Regelung im Besonderen formuliert werden könnte, um den Erkenntnissen der Untersuchung zu entsprechen (II.). 1544

I. Im Allgemeinen

Der Gesetzgeber sollte eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage schaffen, welche die Zulässigkeit von Mitteln zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen festhält. Nach der vorliegend vertretenen Auffassung ist es zwar bereits nach geltendem Recht zulässig, für alle Aktien nach einer bestimmten Haltdauer auf statutarischer Grundlage gewisse Privilegien u.a. finanzieller Natur vorzusehen.²⁶⁹⁶ Diese Auffassung ist aber nicht unumstritten. Es ist angesichts der bestehenden *Rechtsunsicherheiten* verständlich, dass sich bisher keine schweizerische Aktiengesellschaft gewagt hat, solche Privilegien einzuführen.²⁶⁹⁷ Mit dem Erlass einer ausdrücklichen gesetzlichen Grundlage könnte die erforderliche Klarheit geschaffen werden, um Loyalitätsaktien und -optionen zum Durchbruch zu verhelfen. 1545

Der Gesetzgeber sollte sich darauf beschränken, den Gesellschaften im Sinne einer *dispositiven Ermächtigungsnorm* im Aktienrecht den Rahmen für eine statutarische Lösung zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen vorzugeben. Das Aktienrecht bietet sich als Anknüpfungspunkt an, weil die Dauer der Aktionärsbeteiligung eine Frage der körperschaftlichen Rechtsbeziehung zwischen Gesellschaft und Aktionären ist. Angesichts der uneinheitlichen 1546

²⁶⁹⁶ Siehe vorne Rz. 711 ff.

²⁶⁹⁷ Siehe auch FORSTMOSER, CSR, 179.

empirischen Erkenntnisse zur Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt ist es angemessen, langfristige Aktionärsbeteiligungen mit Anreizen zu fördern und zu begünstigen. Weitergehende Regelungsinstrumente, wie z.B. Gebote und Verbote, würden der Heterogenität der Aktiengesellschaften nicht gerecht. Weniger weitgehende Regelungsinstrumente, wie z.B. unverbindliche Richtlinien, würden kaum einen wirksamen Beitrag zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen leisten. Sowohl weitergehende als auch weniger weitgehende Regelungsinstrumente wären deshalb nicht verhältnismässig i.w.S. Weitergehende Konzepte wären nicht erforderlich; weniger weitgehende Konzepte wären nicht geeignet. Es ist angemessen, den Gesellschaften im Sinne eines möglichst schonenden Paternalismus zu ermöglichen, im Rahmen ihrer Gestaltungsfreiheit Massnahmen zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zu ergreifen.²⁶⁹⁸

II. Im Besonderen

1547 Im Folgenden wird dargelegt, ob die Gesetzesbestimmungen zu Loyalitätsaktien und -optionen gemäss Beschluss des Nationalrats im Rahmen der Aktienrechtsrevision den Erkenntnissen dieser Untersuchung entsprechen. Zunächst wird erläutert, weshalb die folgenden Ausführungen beschränkt sind auf Loyalitätsdividenden und -optionen (A.). Danach wird eingegangen auf mögliche Gesetzesbestimmungen im Zusammenhang mit Loyalitätsdividenden (B.) und Loyalitätsoptionen (C.).

A. Vorbemerkungen

1548 Es erscheint angemessen, dass man sich beim Erlass gesetzlicher Regeln auf *Loyalitätsdividenden und -optionen* beschränkt. Unter den untersuchten Mitteln erscheinen Loyalitätsdividenden und -optionen am vielversprechendsten. Sie erscheinen wirksamer als die ebenfalls untersuchten Loyalitätsbezugsrechte und das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht. Bei Loyalitätsdividenden und -optionen ist die Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre der Hauptzweck. Bei Loyalitätsbezugsrechten und dem Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist sie lediglich eine Nebenerscheinung.²⁶⁹⁹ Eine Kapitalerhöhung im Rahmen eines Kapitalbands und das bedingte Kapital zum Zweck der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen

²⁶⁹⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 700 ff.

²⁶⁹⁹ Zum Gesagten siehe vorne Rz. 1488.

dienen in erster Linie der Kapitalbeschaffung. Eine Beschränkung gesetzlicher Regeln auf die ausdrückliche Ermächtigung zur Schaffung von Loyalitätsdividenden und -optionen erscheint deshalb angemessen.

Damit ist auch gesagt, dass vom Erlass einer gesetzlichen Grundlage zur Schaffung von *Loyalitätsstimmrechten* abgesehen werden sollte. Loyalitätsstimmrechte stellen einen erheblichen Eingriff in die Machtverhältnisse in einer Gesellschaft dar, zumal sie im Zusammenhang mit langfristig gehaltenen Aktien ein über ihre Kapitalbeteiligung hinausgehendes Stimmrecht vermitteln. Ein solcher gesetzgeberischer Eingriff würde dem Grundsatz vom Gleichlauf zwischen Stimmkraft und Kapitaleinsatz sowie den engen Ausnahmen widersprechen.²⁷⁰⁰ Nach geltendem Recht ist die Festsetzung des Stimmrechts unabhängig von der Kapitalbeteiligung nur in engen Grenzen zulässig.²⁷⁰¹ Eine Einschränkung der vermögensmäßigen Rechte der Aktionäre zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen kann unter Vorbehalt der Wahrung des Nebenleistungsverbots und des Gleichbehandlungsgebots bereits nach geltendem Recht zulässig sein.²⁷⁰² Eine entsprechende Einschränkung des Stimmrechts ist aber angesichts des Wortlauts der Gesetzesbestimmungen zum Stimmrecht nicht ohne Gesetzesänderung zulässig.²⁷⁰³ Es gibt indes keine Anhaltspunkte für einen positiven Zusammenhang zwischen Loyalitätsstimmrechten und langfristigen Haltedauern und somit auch keine Indizien, die für die Notwendigkeit einer solchen Änderung sprechen. Es sollte deshalb keine zusätzliche Möglichkeit für mehr Einfluss von Aktionären geschaffen werden, der nicht auf einer entsprechenden Kapitalbeteiligung beruht.²⁷⁰⁴ Es wäre nach aktuellem Kenntnisstand nicht angemessen, eine Möglichkeit für die Einführung von Loyalitätsstimmrechten zu schaffen – zumindest nicht zum Zweck der Förderung längerfristiger Aktionärsbeteiligungen.²⁷⁰⁵

²⁷⁰⁰ Vgl. Art. 693 Abs. 1 OR, der unterschiedliche Stimmrechte im Zusammenhang mit Aktien gleichen Nennwerts und innerhalb derselben Aktienkategorie nicht zulässt. Siehe hierzu DAENIKER, *Loyalitätsaktien*, 161.

²⁷⁰¹ Zum Grundsatz des Gleichlaufs von Stimmkraft und Kapitaleinsatz siehe Art. 692 Abs. 1 OR. Zu den Ausnahmen von diesem Grundsatz siehe Art. 656a ff. OR (Partizipationsscheine) und Art. 693 OR (Stimmrechtsaktien).

²⁷⁰² Siehe vorne Rz. 711 ff.

²⁷⁰³ Vgl. auch DAENIKER, *Loyalitätsaktien*, 161.

²⁷⁰⁴ Im Ergebnis auch RK-N, Protokoll 02./03.05.2018, 12.

²⁷⁰⁵ Vgl. mit einem ähnlichen Schluss zum U.S.-amerikanischen Recht ROE/CENZI VENEZZE, 502 ff., die aber darlegen, dass Loyalitätsstimmrechte gegebenenfalls der Sicherung der Kontrolle von Gründeraktionären über Start-ups dienen und somit Anreize für Unternehmensgründungen setzen könnten.

1550 Die in der Folge dargelegten Vorschläge für eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für Loyalitätsdividenden und -optionen berücksichtigen die Bedenken gegenüber Loyalitätsaktien. Loyalitätsdividenden und -optionen können zur Schaffung einer in Bezug auf die Haltedauer ausgewogenen Aktionärsbasis beitragen.²⁷⁰⁶ Die Befürchtungen, Loyalitätsaktien würden ausschliesslich dazu dienen, dass Mehrheitsaktionäre ihre *Kontrolle gegenüber Minderheitsaktionären* ausbauen, sind in Bezug auf Loyalitätsdividenden und -optionen unzutreffend.²⁷⁰⁷ Das trifft einzig auf Loyalitätsstimmrechte zu. Diese werden aber vorliegend gerade nicht empfohlen und waren auch nicht Gegenstand der bisherigen Gesetzgebungsarbeiten.²⁷⁰⁸ Loyalitätsoptionen würden den langfristig beteiligten Aktionären zwar auch verhältnismässig mehr Mitwirkungsrechte vermitteln. Diese wären aber mit einer entsprechenden Kapitalbeteiligung hinterlegt. Sie stellen somit – anders als Loyalitätsstimmrechte – keine Abkehr vom Grundsatz der Kapitalbezogenheit des Stimmrechts dar.

B. Loyalitätsdividenden

1551 Die vom Nationalrat verabschiedete *ausdrückliche gesetzliche Ermächtigungsnorm* könnte meines Erachtens übernommen werden, wenn der Gesetzgeber den Gesellschaften ein Mittel zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen geben will.²⁷⁰⁹ Die gesetzliche Grundlage entspricht den Erkenntnissen der vorliegenden Untersuchung. Erstens ist sie dispositiver Natur. Sie wahrt somit die Gestaltungsfreiheit der Gesellschaften und anerkennt zugleich die Heterogenität der Aktiengesellschaften in der Schweiz. Zweitens setzt sie der Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre angemessene Schranken, namentlich in Bezug auf die Voraussetzungen der Begünstigung, deren Mass sowie in Bezug auf zusätzliche Beschränkungsmöglichkeiten. Dadurch wird verhindert, dass das Gesetz eine Grundlage für eine unverhältnismässige Begünstigung schafft.

1552 Es ist nicht erforderlich, dass die gesetzliche Grundlage den *Nachweis über die wirtschaftliche Berechtigung* als Voraussetzung der Begünstigung vorschreibt. Je nach Streuung des Aktionariats könnten gewisse Aktiengesellschaften einen solchen Nachweis zur Verhinderung von Umgehungen der Regelung für notwendig erachten. Zudem könnte ergänzt werden, dass der berechtigte Aktionär ununterbro-

²⁷⁰⁶ Siehe vorne Rz. 644 ff. und 670 ff.

²⁷⁰⁷ Zu den entsprechenden Bedenken vgl. insb. RK-S, Protokoll 15./16.04.2019, 14.

²⁷⁰⁸ Vgl. vorne Rz. 706.

²⁷⁰⁹ Vgl. vorne Rz. 1513 ff.

chen während mindestens zweier Jahre mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen sein muss. Wollte der Gesetzgeber Umgehungskonstellationen in jedem Fall vorbeugen, könnte Absatz 1 von Art. 661a wie folgt ergänzt werden:

«Art. 661a Abs. 1

¹ Die Statuten können vorsehen, dass auf Aktien, deren Eigentümer seit mindestens zwei Jahren *ununterbrochen* als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen ist *und an denen die wirtschaftliche Berechtigung während derselben Frist nicht gewechselt hat*, eine bis zu 20 Prozent höhere Dividende ausgerichtet wird. Entsprechendes kann für die Rückzahlung von Kapitalreserven vorgesehen werden.»²⁷¹⁰

Es ist angemessen, zur Einführung von Loyalitätsdividenden ein qualifiziertes Mehr entsprechend dem Beschluss des Nationalrats betreffend eine Ergänzung von Art. 704 Abs. 1 OR vorzusehen.²⁷¹¹ Ein Beschluss zur Einführung von Loyalitätsdividenden ist ein Eingriff in die vermögensmässigen Rechte der Aktionäre. Der Eingriff ist vergleichbar mit anderen möglichen Einschränkungen der Aktionärsrechte, für die von Gesetzes wegen eine qualifizierte Mehrheit erforderlich ist, wie z.B. die Einschränkung des Bezugsrechts. Aufgrund der vergleichbaren Wertungslage ist es angemessen, ein qualifiziertes Mehr zu verlangen.²⁷¹² 1553

C. Loyalitätsoptionen

Der Regelungsvorschlag für eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für die Einführung von Loyalitätsoptionen weicht ab vom Beschluss des Nationalrats betreffend Loyalitätsbezugsrechte im Zusammenhang mit Aktionärsoptionen.²⁷¹³ Im Folgenden wird ein Regelungsvorschlag betreffend *Loyalitätsoptionen mit bedingtem Ausübungsrecht* dargelegt. Die Gesetzesbestimmungen gemäss Beschluss des Nationalrats im Rahmen der Aktienrechtsrevision weichen in zweierlei Hinsicht vom vorliegenden Vorschlag ab. Erstens enthielten die Vorschläge aus der Aktienrechtsrevision Verweise auf die Bestimmungen zu den Loyalitätsbezugsrechten im Zusammenhang mit dem Kapitalband und der ordentlichen Kapitalerhöhung. Zweitens bestand die Begünstigung einerseits aus einem Vorzugsrecht auf einen bestimmten Anteil ausgebenener Optionsrechte und andererseits aus einem tieferen Optionspreis. 1554

²⁷¹⁰ AmtlBull NR 2018, 1123 (Ergänzungen hervorgehoben).

²⁷¹¹ Zur Ergänzung vgl. vorne Rz. 805.

²⁷¹² Zum Ganzen vgl. vorne Rz. 805.

²⁷¹³ Vgl. vorne Rz. 1529 ff.

- 1555 Die Gesetzesbestimmungen zum Inhalt der *Statutenbestimmung zum bedingten Kapital* würden nach dem vorliegenden Vorschlag ergänzt. Der Umstand, dass das Ausübungsrecht im Zusammenhang mit den Aktionärsoptionen aufschiebend bedingt ist, wäre demnach bei der Einführung des bedingten Kapitals in den Statuten zu erwähnen. Der Verwaltungsrat müsste diese Bedingung bei der Gestaltung der Optionsbedingungen umsetzen.
- 1556 Es ist naheliegend, eine neue Bestimmung nach der Ziffer zur *Aufhebung des Bezugsrechts* der bisherigen Aktionäre einzuordnen, zumal es um einen vergleichbaren Eingriff in die Rechtsstellung der Aktionäre geht. Mit der Ausgabe von Loyalitätsoptionen wird das Bezugsrecht der Aktionäre zwar formell gewahrt. Die Ausübung der entsprechend dem Bezugsrecht zugeteilten Optionsrechte wird aber erschwert.
- 1557 Eine entsprechende Gesetzesbestimmung könnte wie folgt ausgestaltet werden:

Art. 653b Abs. 1 Ziff. 4^{bis}

4^{bis}. im Fall der Einräumung von Optionsrechten an die Aktionäre eine Bedingung zur Ausübung dieser Rechte gemäss Artikel 653c Abs. 1^{bis};

- 1558 Die ausdrückliche Ermächtigung zur Festsetzung einer Bedingung im Zusammenhang mit dem Ausübungsrecht wäre systematisch bei den Bestimmungen zum *Schutz der Aktionäre* im Rahmen der bedingten Kapitalerhöhung einzuordnen, zumal es um einen Eingriff in die Rechtsstellung der Aktionäre geht. Das bedingte Ausübungsrecht wird im Zusammenhang mit Aktionärsoptionen gewährt. Es ist deshalb naheliegend, eine Ergänzung nach Absatz 1 des neuen Art. 653c OR anzubringen, zumal dieser Absatz sich auf den Schutz der Aktionäre bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen bezieht. Bei Absatz 2 geht es um den Schutz der Aktionäre bei der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen an Dritte.²⁷¹⁴ Eine entsprechende Bestimmung könnte wie folgt ausgestaltet sein:

Art. 653c Abs. 1^{bis}

1^{bis} Im Fall der Einräumung von Optionsrechten an die Aktionäre kann festgelegt werden, dass die Optionsrechte nur ausgeübt werden können, wenn der Eigentümer der ihnen zugrunde liegenden Aktien seit mindestens zwei Jahren ununterbrochen als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen ist.

²⁷¹⁴ Zum Gesagten vgl. Art. 653c Abs. 1 und 2 OR.

Schliesslich sollte auch die Bestimmung zum Inhalt der Statutenbestimmung betreffend ein Kapitalband ergänzt werden für den Fall der Einführung eines bedingten Kapitals innerhalb des Kapitalbands. Die Bestimmung wäre analog der Bestimmung zum Inhalt der Statutenklausel zum bedingten Kapital selbst ausgestaltet und könnte wie folgt lauten:

Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9^{bis}

9^{bis}. im Fall der Einräumung von Optionsrechten an die Aktionäre eine Bedingung zur Ausübung dieser Rechte gemäss Artikel 653c Abs. 1^{bis};

Würde der Gesetzgeber langfristig beteiligte Aktionäre eher mit Bezugsrechten begünstigen wollen, die einen tieferen Optionspreis vermitteln, müsste sich eine Gesetzesbestimmung eher am Vorbild der Beschlüsse des Nationalrats im Rahmen der Aktienrechtsrevision orientieren.²⁷¹⁵ Die Ergänzungen wären wohl aber systematisch gleich einzuordnen wie die vorstehenden Vorschläge.

²⁷¹⁵ Vgl. vorne Rz. 1517 ff.

4. Teil:

Schlussbetrachtung

Im letzten Teil dieser Arbeit werden die Erkenntnisse der Untersuchung zusammengefasst (§ 10). Die Gliederung der Zusammenfassung entspricht dem Aufbau des ersten, zweiten und dritten Teils der Arbeit. Danach wird ein Gesamtfazit gezogen (§ 11). 1561

§ 10 Zusammenfassung

Die Gliederung in diesem Kapitel entspricht dem Aufbau der Arbeit. Im ersten Teil der Arbeit ging es um die Grundlagen zur Frage, ob die langfristige Beteiligung von Aktionären mit Loyalitätsaktien gefördert und begünstigt werden darf und soll (I.). Im zweiten Teil der Arbeit wurde untersucht, inwieweit die Umsetzung der als wirksam eingeschätzten Normkonzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen nach geltendem Recht zulässig ist (II.). Und im dritten Teil der Arbeit wurden – aufbauend auf den Erkenntnissen der Untersuchung und anknüpfend an die bisherigen Gesetzgebungsarbeiten – Vorschläge für eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für Loyalitätsdividenden und -optionen gemacht (III.). 1562

I. Aktionärsloyalität und langfristige Aktionärsbeteiligungen

Im ersten Teil der Arbeit ging es um die Grundlagen zur Frage, ob die langfristige Beteiligung von Aktionären mit Loyalitätsaktien gefördert und begünstigt werden darf und soll. 1563

Zunächst wurden die begrifflichen Grundlagen der Untersuchung geklärt. Loyalität ist kein gängiger Begriff in der Rechtswissenschaft. Die Gegenüberstellung des Verständnisses von Loyalität in Sprachwissenschaft, Philosophie, Rechtswissenschaft und Ökonomie hat zum besseren Verständnis des Begriffs in einem rechtswissenschaftlichen Kontext beigetragen. Loyalität kann verstanden werden als *Wahrung der Interessen eines Dritten* innerhalb eines Rechtsverhältnisses im Sinne der Förderung dieser Interessen bei gleichzeitiger Inkaufnahme der Unterordnung der eigenen Interessen. Demnach bedeutet Aktionärsloyalität die Loyalität des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft im Rahmen des körperschaftlichen Mitgliedschaftsverhältnisses. Loyal verhält sich ein Aktionär (Subjekt der Loyalität), wenn er in der Ausübung seiner Mitgliedschaftsrechte und der Erfüllung seiner Mitgliedschaftspflichten die Interessen der Gesellschaft (Objekt der Loyalität) 1564

in guten Treuen wahr und seine eigenen Interessen zurückstellt, wo immer diese nicht mit denjenigen der Gesellschaft parallel laufen.²⁷¹⁶

1565 Im Anschluss wurde der Zusammenhang zwischen dem *Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen* und dem entwickelten Leitbild der Aktionärsloyalität aufgezeigt. Eine Untersuchung nach der Methode der Rechtsetzung hat gezeigt, dass die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen ein *legitimes Gesellschaftsziel* ist. Vorbehältlich der Schwierigkeiten der empirischen Messung liefert die empirische Forschung einige Befunde, die *nachteilige Auswirkungen kurzfristiger Aktionärsbeteiligungen* aufzeigen, wenn gleich genaue Aussagen zu deren Ausmass und Folgen nur punktuell möglich sind. Demgegenüber wirken sich langfristig beteiligte Aktionäre tendenziell vorteilhaft auf die Unternehmen aus. Die Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen zum Zweck der Schaffung einer in Bezug auf die Haltdauer ausgewogeneren Aktionärsbasis trägt zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts bei. Sie liegt somit im Interesse der Gesellschaft. Es kann somit gesagt werden, dass langfristig beteiligte Aktionäre dem Leitbild der Aktionärsloyalität entsprechen.²⁷¹⁷

1566 Im Weiteren wurde aufgezeigt, welche Normkonzepte sich zur Erreichung des Ziels der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen eignen. Dabei konnten drei wesentliche Erkenntnisse festgehalten werden: Erstens sollten sich entsprechende Normkonzepte an einem *sanften regulatorischen Eingriff* im Aktienrecht orientieren. Das Aktienrecht bietet sich an, weil es bei der Dauer der Aktionärsbeteiligung um eine Frage der körperschaftlichen Rechtsbeziehung zwischen Gesellschaft und Aktionären geht. Die Regelung des körperschaftlichen Rechtsverhältnisses ist Gegenstand des Aktienrechts. Zweitens sollten langfristige Aktionärsbeteiligungen mittels Anreizen gefördert und begünstigt statt mit Geboten oder Verboten erzwungen werden. Dadurch wird die aktienrechtliche Gestaltungsfreiheit gestärkt und der Heterogenität der Aktiengesellschaften in der Schweiz Rechnung getragen. Und drittens sollte der Anreiz zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen finanzieller Natur sein. Unmittelbare finanzielle Anreize sind gemäss Theorie und Empirie am ehesten geeignet, das Verhalten der Aktionäre zu beeinflussen.²⁷¹⁸

²⁷¹⁶ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 20 ff.

²⁷¹⁷ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 197 ff.

²⁷¹⁸ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 581 ff.

II. Loyalitätsaktien und -optionen im schweizerischen Recht de lege lata

Im zweiten Teil der Arbeit wurde untersucht, inwieweit unterschiedliche *Normkonzepte* zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen nach geltendem schweizerischem Recht – unter Berücksichtigung der Bestimmungen des neuen Aktienrechts – zulässig sind. Die Untersuchung hat gezeigt, dass Loyalitätsdividenden, Loyalitätsbezugsrechte, ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht und Loyalitätsoptionen innerhalb bestimmter Schranken bereits nach geltendem Recht zulässig sein können.²⁷¹⁹ 1567

Eine Begünstigung durch die Einführung von *Loyalitätsdividenden* bedeutet, dass Aktiengesellschaften auf diejenigen Aktien, deren Eigentümer ununterbrochen seit mindestens zwei Jahren im Aktienbuch eingetragen ist, eine bis zu 20% höhere Dividende ausrichten dürfen, sofern sie eine solche Begünstigung in den Statuten festlegen.²⁷²⁰ 1568

Im Weiteren können langfristig beteiligte Aktionäre begünstigt werden durch die Einführung sogenannter *Loyalitätsbezugsrechte*. Das bedeutet, dass Aktiengesellschaften im Rahmen eines Kapitalbands festlegen dürfen, dass den Aktionären ein Recht auf den Bezug eines Anteils neuer Aktien zu einem bis zu 20% tieferen Ausgabebetrag zukommt, der ihrem Anteil langfristig gehaltener Aktien entspricht.²⁷²¹ 1569

Eine entsprechende Begünstigung langfristig beteiligter Aktionäre kann auch durch die Einführung eines *Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts* vorgesehen werden. Das bedeutet, dass Aktiengesellschaften im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung festlegen dürfen, dass denjenigen Aktionären, die ihre Aktien, aufgrund derer das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht gewährt wurde, langfristig halten, ein bis zu 20% tieferer Ausgabebetrag bei der Zeichnung neuer Aktien im Zusammenhang mit der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen gewährt wird.²⁷²² 1570

Und schliesslich können langfristig beteiligte Aktionäre auch durch die Ausgabe von *Loyalitätsoptionen* begünstigt werden. Das bedeutet, Aktiengesellschaften dürfen im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung festlegen, dass die Aktionäre die Optionsrechte nur oder zumindest nur anteilmässig ausüben dürfen, sofern sie die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien langfristig halten. Es wäre auch 1571

²⁷¹⁹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1003 ff., 1172 ff., 1337 ff., 1504 ff.

²⁷²⁰ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 713 ff.

²⁷²¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1012 ff.

²⁷²² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1180 ff.

denkbar, den langfristig beteiligten optionsberechtigten Aktionären analog zum Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ein Recht auf einen günstigeren Optionspreis zu gewähren.²⁷²³

- 1572 Die erwähnten Normkonzepte sind *aus aktienrechtlicher Sicht zulässig*. Sie begründen insbesondere keinen Verstoss gegen das Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten (Art. 680 Abs. 1 OR) oder gegen das Gleichbehandlungsgebot (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR).²⁷²⁴
- 1573 Aus den Erkenntnissen des zweiten Teils der Arbeit wurden *Vorschläge zur statutarischen Umsetzung* der Normkonzepte nach geltendem Recht erarbeitet. Die erarbeiteten Musterstatutenklauseln sollen die Konzepte von Loyalitätsaktien und -optionen greifbar machen in der Hoffnung, dadurch weitere Diskussionen zum Thema in Praxis, Wissenschaft und Gesetzgebung anzuregen.²⁷²⁵

III. Ausblick betreffend Loyalitätsaktien und -optionen de lege ferenda

- 1574 Im dritten Teil der Arbeit wurden *Vorschläge für eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage* von Loyalitätsdividenden und -optionen erarbeitet.
- 1575 Zu diesem Zweck wurde zuerst eine Übersicht über die *bisherigen Gesetzgebungsarbeiten* gegeben. Der Nationalrat hat im Rahmen der Aktienrechtsrevision dreimal beschlossen, eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für die Einführung von Loyalitätsdividenden und Loyalitätsbezugsrechten zu schaffen. Die Bestimmungen wurden nach der Einigungskonferenz allerdings aus dem Text für die Schlussabstimmung gestrichen und fanden somit vorerst keinen Eingang ins neue Aktienrecht. Stattdessen wurde der Bundesrat mittels Postulat beauftragt, die Auswirkungen von Loyalitätsaktien abzuklären und Bericht zu erstatten.²⁷²⁶
- 1576 Meines Erachtens bietet es sich an, schweizerischen Aktiengesellschaften mittels Erlass einer *dispositiven Gesetzesbestimmung* zur Einführung von Loyalitätsdividenden und -optionen zu ermächtigen. Nach der vorliegend vertretenen Auffassung ist es zwar bereits nach geltendem Recht zulässig, für alle Aktien nach einer bestimmten Haltedauer auf statutarischer Grundlage gewisse Privilegien, u.a.

²⁷²³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1345 ff.

²⁷²⁴ Zum Ganzen siehe jeweils vorne Rz. 1003 ff., 1172 ff., 1337 ff., 1504 ff.

²⁷²⁵ Zum Ganzen siehe hinten Anhänge 1–4.

²⁷²⁶ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1512 ff.

finanzieller Natur, vorzusehen. Diese Auffassung ist aber nicht unumstritten. Es ist angesichts der bestehenden Rechtsunsicherheiten verständlich, dass sich bisher keine schweizerische Aktiengesellschaft gewagt hat, solche Privilegien einzuführen. Mit dem Erlass einer ausdrücklichen gesetzlichen Grundlage könnte die erforderliche Klarheit geschaffen werden, um Loyalitätsaktien und -optionen zum Durchbruch zu verhelfen. Dazu wurden – auf der Grundlage der Bestimmungen gemäss den Beschlüssen des Nationalrats – Vorschläge für eine mögliche ausdrückliche gesetzliche Grundlage für die Einführung von Loyalitätsdividenden und -optionen erarbeitet.²⁷²⁷

²⁷²⁷ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1543 ff.

§ 11 Fazit

In dieser Arbeit ging es um Nachhaltigkeit und Loyalität in Unternehmen und um das Fördern und Begünstigen von Loyalität. 1577

Die Arbeit wurde in einer Zeit geschrieben, in der *Nachhaltigkeit* in verschiedenen Bereichen der Gesellschaft stark an Bedeutung gewonnen hat. Von Unternehmen wird heute mehr erwartet als die Steigerung des Unternehmenswerts zum Vorteil der Aktionäre. Es wird erwartet, dass Unternehmen im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit sozial verantwortlich und umweltverträglich handeln. Diese Erwartungen bestehen insbesondere gegenüber Unternehmen in der am weitesten verbreiteten Gesellschaftsform: der Aktiengesellschaft. In einer Welt, in der die Steuerreichweite nationalstaatlicher Regulierung aufgrund der Globalisierung zunehmend relativiert wird, ist die Versuchung gross, Unternehmen und insbesondere international tätige Unternehmen zur Lösung gesellschaftlicher Probleme in die Pflicht zu nehmen. Damit sollen – so die Hoffnung – regulatorische Lücken überbrückt werden, die durch Gesetzgebungs- oder Durchsetzungsdefizite in einzelnen Staaten entstehen und zu denen (noch) keine völkerrechtlichen Verträge abgeschlossen wurden.²⁷²⁸ 1578

Ob man eine stärkere Verpflichtung von Unternehmen zur Wahrung der Interessen Dritter oder der Allgemeinheit befürwortet oder nicht: Es mehren sich die Anhaltspunkte, die darauf hindeuten, dass die Welt vor einer radikalen *wirtschaftlichen Umwälzung* steht. Die Digitalisierung und die politischen Vorgaben zum Erreichen des Netto-Null-Emissionsziels erfordern zum einen internationale Zusammenarbeit und zum anderen langfristige Investitionen in verschiedenen Bereichen, die Staaten kaum allein werden leisten können. Damit auch privates Kapital zum Erreichen dieser langfristigen Investitionen mobilisiert werden kann, braucht es Anreize. Geht man davon aus, dass auch Unternehmen zur Bewältigung künftiger Herausforderungen langfristige Investitionen tätigen müssen, kann es sein, dass sich das Problem kurzfristig orientierter Aktionäre im Kapitalmarkt verschärft. 1579

Loyalitätsaktien und -optionen können zur *Umsetzung langfristiger Geschäftsstrategien* und zur Realisierung langfristiger Investitionen beitragen. Innerhalb eines Unternehmens können sie zweierlei fördern: Sie können einerseits eine Grundlage für eine direktere Kommunikation zwischen Unternehmen und Aktionären schaffen, indem sie einen Anreiz dafür setzen, dass sich Aktionäre vermehrt 1580

²⁷²⁸ Zur Steuerreichweite nationalstaatlicher Regulierung und zu regulatorischen Lücken vgl. BURCKHARDT, Corporate Social Responsibility, 64 m.w.H.

ins Aktienbuch eintragen und somit namentlich bekannt sind. Und sie können andererseits dazu beitragen, dass Aktionäre ihre Beteiligung langfristig aufrechterhalten statt auf kurzfristige Gewinne zu spekulieren. Loyalitätsaktien und -optionen haben mit dieser Wirkungsweise auch das Potenzial dazu, beizutragen, dass Unternehmen die Herausforderungen der Zukunft, die mit langfristigen Investitionen verbunden sind, besser bewältigen können. Es ist deshalb zu erwarten, dass das Thema der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen uns in der Zukunft noch stärker beschäftigen wird.

Anhang – Vorschläge für Muster-Statutenbestimmungen

Auf der Grundlage der im Rahmen dieser Arbeit gewonnenen Erkenntnisse werden im Folgenden *Vorschläge* für Statutenbestimmungen zur Einführung bestimmter Konzepte zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen gemacht. Mit Nachweisen zu den verschiedenen Teilen der Klausel wird auf die Abschnitte der Untersuchung hingewiesen, welche die Grundlage zum entsprechenden Inhalt gegeben haben. 1581

Die vorliegende Arbeit soll als Nachschlagewerk zur Beantwortung spezifischer Rechtsfragen im Zusammenhang mit Loyalitätsaktien und -optionen und als Quelle für geeignete Muster für die Praxis dienen. Dabei gilt der Grundsatz *«one size does not fit all»*. Die erarbeiteten Mustervorlagen können als Ausgangspunkt und Anregung dienen, sollten aber keinesfalls ungeprüft kopiert werden. 1582

Anhang 1 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden

Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsdividenden könnte im Abschnitt 1583 zur Verwendung des Bilanzgewinns und zur Festsetzung der Dividende in die Statuten einer Aktiengesellschaft eingefügt werden. Sie könnte unter einer Überschrift oder neben einer Marginalie «Verteilung des Bilanzgewinns, Dividende, Loyalitätsdividende» stehen.

Die Statutenbestimmung könnte wie folgt lauten: 1584

1. Die Generalversammlung entscheidet im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften über die Verwendung des Bilanzgewinns.²⁷²⁹ Der Verwaltungsrat unterbreitet seine Anträge der Generalversammlung.²⁷³⁰
2. Der Bilanzgewinn wird im Verhältnis der auf das Aktienkapital einbezahlten Beträge verteilt.²⁷³¹

²⁷²⁹ Der erste Satz von Ziff. 1 hat nicht unmittelbar etwas mit Loyalitätsdividenden zu tun. Er bringt zum Ausdruck, dass die Generalversammlung nicht über den gesamten Bilanzgewinn verfügen darf, sondern die Bestimmungen betreffend die Zuweisung an die Reserven gem. Art. 671 ff. OR zu berücksichtigen sind. Ausdrücklich z.B. UBS AG, Art. 33 Abs. 1. Zudem bringt er zum Ausdruck, dass sich am Dividendenbeschluss nichts ändert. Die Generalversammlung fasst einen Beschluss über die Dividendensumme. Es ändert sich lediglich der Verteilschlüssel der Dividendensumme.

²⁷³⁰ Der zweite Satz von Ziff. 1 wiederholt die gesetzliche Regel, wonach der Entscheid über die Verwendung des Bilanzgewinns und die Festsetzung der Dividende eine unübertragbare Befugnis der Generalversammlung ist (vgl. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 4 OR). Dem Verwaltungsrat kommt lediglich ein Antragsrecht zu (vgl. Art. 700 Abs. 2 Ziff. 3 OR). Die erste Ziffer der Bestimmung ist angelehnt an eine Formulierung, die sich heute bereits mit ähnlichem Inhalt in den Statuten verschiedener Aktiengesellschaften findet. Siehe z.B. ABB LTD, Art. 40 Abs. 1; NESTLÉ AG, Art. 24; ROCHE HOLDING AG, § 31; CREDIT SUISSE GROUP AG, Art. 23.

²⁷³¹ Ziff. 2 wiederholt die in Art. 660 Abs. 1 und Art. 661 OR enthaltene Regel, wonach jeder Aktionär Anspruch auf einen seiner Kapitalbeteiligung entsprechenden Anteil am Bilanzgewinn hat.

3. Es wird jedoch²⁷³² ab dem 1. Januar [Jahr]²⁷³³ auf Aktien, deren Eigentümer am Ende eines Geschäftsjahres²⁷³⁴ seit mindestens zwei Jahren²⁷³⁵ ununterbrochen²⁷³⁶ im Aktienbuch eingetragen²⁷³⁷ ist und bis zur Auszahlung der Dividende²⁷³⁸ bleibt, eine um [20] Prozent²⁷³⁹ höhere Dividende ausgerichtet. [Die Anzahl der Aktien, auf die eine höhere Dividende ausgerichtet wird, darf für einen einzelnen Aktionär den Anteil von [y]²⁷⁴⁰ Prozent des Aktienkapitals nicht übersteigen.]²⁷⁴¹

²⁷³² Das Wort «jedoch» bringt zum Ausdruck, dass es sich bei der Auszahlung einer Loyalitätsdividende um eine Ausnahme von der Berechnung der Kapitalanteile nach der Kapitalbeteiligung gem. Ziff. 2 und Art. 660 Abs. 1 OR sowie Art. 661 OR handelt. Vgl. vorne Rz. 715 ff.

²⁷³³ Damit nicht im Sinne einer Rückwirkung die Haltedauer vor dem Beschluss angerechnet wird, darf die Loyalitätsdividende erst ab dem dritten auf die Einführung der Statutenbestimmung folgenden Geschäftsjahr ausgerichtet werden. Erst dann ist sichergestellt, dass die Haltedauer von zwei ganzen Geschäftsjahren eingehalten wurde. Beschliesst die Generalversammlung im Jahre 2021 die Einführung, darf die Loyalitätsdividende frühestens ab dem 1. Januar 2024 ausgerichtet werden. Vgl. vorne Rz. 754.

²⁷³⁴ Zum Erfordernis der mindestens zwei ganze Geschäftsjahre langen Haltedauer siehe vorne Rz. 319 und 623.

²⁷³⁵ Zur minimalen Haltedauer von zwei Jahren siehe vorne Rz. 722.

²⁷³⁶ Zur Bestätigung hinsichtlich der ununterbrochenen Haltedauer siehe vorne Rz. 722.

²⁷³⁷ Es ist nicht erforderlich, dass der Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen ist. Bei börsenkotierten vinkulierten Namenaktien ist auch eine Eintragung als Aktionär ohne Stimmrecht möglich (vgl. Art. 685f Abs. 3 OR). Die vermögensmässigen Rechte kann der Aktionär ungeachtet dessen geltend machen. Angesichts der Akzessorietät des Rechts auf eine Loyalitätsdividende zum Recht auf Dividende muss ein Aktionär nicht mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen sein, um Anrecht auf eine Loyalitätsdividende zu haben. Siehe vorne Rz. 725.

²⁷³⁸ Wurde die Aktie vorher veräussert, beginnt die für die Loyalitätsdividende massgebliche Frist neu zu laufen. Der Erwerber hat lediglich Anspruch auf die ordentliche Dividende. Siehe vorne Rz. 737 ff.

²⁷³⁹ Zum Mass der Begünstigung siehe vorne Rz. 760 ff.

²⁷⁴⁰ Eine Beschränkung der Privilegierung auf einen tiefen einstelligen Prozentsatz scheint – sofern überhaupt erforderlich – angemessen zur Verhinderung einer zu starken Privilegierung von Grossaktionären und zur Verhinderung negativer Auswirkungen von Loyalitätsdividenden auf die Liquidität. Siehe vorne Rz. 761.

²⁷⁴¹ Fürchtet die Gesellschaft einen übermässigen Rückgang der Liquidität, könnte sie die Privilegierung zusätzlich pro Aktionär beschränken. Siehe vorne Rz. 762.

4. Der Verwaltungsrat kann die Auszahlung einer höheren Dividende verweigern, wenn der Aktionär auf sein Verlangen nicht
 - a. ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien während der letzten zwei Jahre ununterbrochen im eigenen Namen und auf eigene Rechnung gehalten hat; oder
 - b. den Vor- und den Nachnamen und die Adresse der wirtschaftlich berechtigten Person meldet und ausdrücklich erklärt, dass diese während der Haltefrist gemäss Ziff. 3 unverändert geblieben ist.²⁷⁴²
5. Der Verwaltungsrat erlässt ein Reglement zu den Einzelheiten.²⁷⁴³ Er macht den Aktionären das Reglement zugänglich.²⁷⁴⁴
- [6. Für Partizipationsscheine gelten die Regeln für die zusätzliche Dividende gemäss Ziff. 3 bis 5 sinngemäss.]²⁷⁴⁵

²⁷⁴² Zum Ganzen siehe vorne Rz. 728 ff.

²⁷⁴³ Vgl. vorne Rz. 814.

²⁷⁴⁴ Vgl. vorne Rz. 814 *in fine*.

²⁷⁴⁵ Vgl. vorne Rz. 720. Zum zusätzlichen Regelungsbedarf bei Gesellschaften mit Genussscheinen siehe vorne Rz. 721.

Anhang 2 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte

Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsbezugsrechte im Rahmen eines Kapitalbands dürfte im Abschnitt zum Aktienkapital und zu den Aktien unter einer Überschrift oder neben einer Marginalie «Kapitalband» eingefügt werden. 1585

Die Statutenbestimmung könnte wie folgt lauten: 1586

1. Der Verwaltungsrat ist ermächtigt, das Aktienkapital der Gesellschaft bis zum [Datum]²⁷⁴⁶ innerhalb einer Bandbreite²⁷⁴⁷ von CHF [Betrag Untergrenze] und CHF [Betrag Obergrenze] wie folgt zu verändern:
 - a. ganz oder in Teilbeträgen zu erhöhen durch Ausgabe von höchstens [Anzahl] voll zu liberierenden [Art-]aktien zum Nennwert von je CHF [Betrag]; oder
 - b. herabzusetzen.²⁷⁴⁸
2. Der Ausgabezeitpunkt, der Ausgabebetrag, die Art der Einlagen, der Zeitpunkt der Dividendenberechtigung sowie der Verfall oder die Zuteilung nicht ausgeübter Bezugsrechte werden durch den Verwaltungsrat im Zeitpunkt der Ausgabe bestimmt.
3. Der Verwaltungsrat bestimmt bei Kapitalerhöhungen ab dem [Datum]²⁷⁴⁹, dass das Bezugsrecht im Zusammenhang mit Aktien, die während mindestens zweier Jahre ununterbrochen vom gleichen Aktionär gehalten wurden, zu einem um [20] Prozent tieferen Ausgabebetrag gewährt wird.²⁷⁵⁰

²⁷⁴⁶ Die Maximaldauer des Kapitalbands ist beschränkt auf fünf Jahre. Siehe vorne Rz. 1014.

²⁷⁴⁷ Zur Ober- und Untergrenze des Kapitalbands siehe vorne Rz. 1014 bei und in Fn. 1972.

²⁷⁴⁸ Eine Ermächtigung zur Kapitalherabsetzung ist nur zulässig, wenn die Gesellschaft nicht auf die eingeschränkte Revision verzichtet hat (Art. 653s Abs. 4 OR). Die Gewährung von Loyalitätsbezugsrechten erfolgt im Rahmen einer Kapitalerhöhung. Es wird deshalb nicht weiter auf die Möglichkeit der Kapitalherabsetzung im Rahmen des Kapitalbands eingegangen.

²⁷⁴⁹ Zur Verhinderung der Rückwirkung darf die Auflage frühestens bei Kapitalerhöhungen nach zwei Jahren seit der Einführung der Statutenbestimmung betreffend Kapitalband gelten. Siehe hierzu vorne Rz. 1040.

²⁷⁵⁰ Diese Bestimmung ist als Auflage i.S.v. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 3 OR zu verstehen. Der tiefere Ausgabebetrag würde denjenigen Teil der ihm zustehenden neu ausgegebenen Aktien betreffen, der seinem bisherigen langfristig gehaltenen Anteil entspricht.

4. Der Verwaltungsrat kann einem Aktionär die Gewährung eines tieferen Ausgabebetrags verweigern, wenn dieser auf sein Verlangen nicht
 - a. ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien, aufgrund derer das Bezugsrecht gewährt wurde, während der letzten zwei Jahre ununterbrochen im eigenen Namen und auf eigene Rechnung gehalten hat; oder
 - b. den Vor- und den Nachnamen und die Adresse der wirtschaftlich berechtigten Person meldet und ausdrücklich erklärt, dass diese während der Haltefrist gemäss Ziff. 3 unverändert geblieben ist.²⁷⁵¹
5. Der Verwaltungsrat erlässt ein Reglement zu den Einzelheiten.²⁷⁵² Er macht den Aktionären das Reglement zugänglich.²⁷⁵³
- [6. Aktien, für welche Bezugsrechte eingeräumt, aber nicht ausgeübt werden, sind durch den Verwaltungsrat im Interesse der Gesellschaft zu verwenden.]²⁷⁵⁴
- [7. Für Partizipationsscheine gelten die Regeln für den tieferen Ausgabebetrag beim Bezugsrecht gemäss Ziff. 3 bis 6 sinngemäss.]²⁷⁵⁵
- [8. Die neuen Aktien sind nach Massgabe von Art. [Artikelnummer] der Statuten vinkuliert.]²⁷⁵⁶

²⁷⁵¹ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1026.

²⁷⁵² Der Verwaltungsrat hat kein Ermessen, weitere erschwerende Bedingungen oder Auflagen zur Berechtigung zu einem tieferen Ausgabebetrag einzuführen. Insbesondere darf er das Bezugsrecht nicht beschränken oder aufheben (vgl. Art. 652b Abs. 2 OR). Vgl. vorne Rz. 1121.

²⁷⁵³ Vgl. vorne Rz. 1073.

²⁷⁵⁴ Vgl. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 7 OR.

²⁷⁵⁵ Entscheidet sich eine Gesellschaft mit Partizipationskapital für die Schaffung von Loyalitätsbezugsrechten, muss sie langfristig beteiligten Partizipanten ebenfalls Bezugsrechte zu einem entsprechend tieferen Ausgabebetrag einräumen (siehe vorne Rz. 1019). Zum zusätzlichen Regelungsbedarf bei Gesellschaften mit Genussscheinen siehe vorne Rz. 1020.

²⁷⁵⁶ Muss im Falle einer Vinkulierung erwähnt werden, vgl. Art. 650 Abs. 2 Ziff. 7 OR.

Anhang 3 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht

Eine Statutenbestimmung betreffend bedingtes Kapital mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht dürfte im Abschnitt zum Aktienkapital und zu den Aktien unter einer Überschrift oder neben einer Marginalie «Bedingtes Kapital» eingefügt werden. Das Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht ist nur denkbar bei der Einführung von bedingtem Kapital zu Finanzierungszwecken. Dient das bedingte Kapital der Umsetzung eines Beteiligungsplans, muss das Vorwegzeichnungsrecht sachlogisch ausgeschlossen werden.²⁷⁵⁷ 1587

Die Statutenbestimmung könnte wie folgt lauten: 1588

1. Das Aktienkapital wird unter Ausschluss der Bezugsrechte der Aktionäre durch Ausgabe von höchstens [Anzahl] voll zu liberierenden [Art-]aktien zum Nennwert von je CHF [Betrag] nominal um den Maximalbetrag von CHF [Betrag] erhöht durch Ausübung von [Wandelrechten/Optionsrechten], die von der Gesellschaft ausgegeben werden.²⁷⁵⁸ Zum Bezug der neuen Aktien sind die jeweiligen Inhaber von [Wandelrechten/Optionsrechten] berechtigt.²⁷⁵⁹ Die Bedingungen der [Wandelrechte/Optionsrechte] sind durch den Verwaltungsrat festzulegen.²⁷⁶⁰
2. Der Ausübungspreis der [Wandelrechte/Optionsrechte] ist unter Berücksichtigung des Marktpreises festzulegen. Die Inhaber der Optionsrechte sind zum Bezug von neuen Aktien zu einem bis zu [20] Prozent tieferen Ausübungspreis berechtigt, wenn sie nach der Ausgabe der [Wandelrechte/Optionsrechte] mindestens zwei Jahre ununterbrochen als Eigentümer der diesen [Wandelrechten/Optionsrechten] zugrunde liegenden Aktien im Aktienbuch eingetragen sind.²⁷⁶¹ Sind sie ununterbrochen seit mindestens zwei Jahren als Eigentümer eines Teils der diesen [Wandelrechten/Optionsrechten] zugrunde liegenden Aktien im Aktienbuch eingetragen, besteht das Recht auf einen bis zu 20 [Prozent] tieferen Ausübungspreis anteilmässig.²⁷⁶²

²⁷⁵⁷ Siehe vorne Rz. 1183.

²⁷⁵⁸ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 1 und 2 OR.

²⁷⁵⁹ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 3 OR.

²⁷⁶⁰ Siehe vorne Rz. 1256.

²⁷⁶¹ Zu Entstehung und Untergang der Berechtigung, Art der Privilegierung und Mass der Privilegierung siehe vorne Rz. 1192.

²⁷⁶² Zur anteilmässigen Privilegierung siehe vorne Rz. 1213 f.

3. Der Verwaltungsrat kann einem Inhaber der [Wandelrechte/Optionsrechte] die Gewährung eines tieferen Ausübungspreises verweigern, wenn dieser auf sein Verlangen nicht
 - a. ausdrücklich erklärt, dass er die den [Wandelrechten/Optionsrechten] zugrunde liegenden Aktien während der letzten zwei Jahre ununterbrochen im eigenen Namen und auf eigene Rechnung gehalten hat; oder
 - b. den Vor- und den Nachnamen und die Adresse der wirtschaftlich berechtigten Person meldet und ausdrücklich erklärt, dass diese während der Haltefrist gemäss Ziff. 2 unverändert geblieben ist.²⁷⁶³
- [4. Für Partizipationsscheine gelten die Regeln für den tieferen Ausübungspreis gemäss Ziff. 2 bis 3 sinngemäss.]²⁷⁶⁴
- [5. Die neuen Namenaktien unterliegen nach dem Erwerb den Übertragungsbeschränkungen nach Art. [Artikelnummer] der Statuten.]²⁷⁶⁵

²⁷⁶³ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1361.

²⁷⁶⁴ Entscheidet sich eine Gesellschaft mit Partizipationskapital für die Schaffung eines Loyalitätsvorwegzeichnungsrechts, muss sie langfristig beteiligten Partizipanten ebenfalls ein Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht einräumen (siehe vorne Rz. 1355). Zum zusätzlichen Regelungsbedarf bei Gesellschaften mit Genussscheinen siehe vorne Rz. 1355.

²⁷⁶⁵ Muss im Falle einer Vinkulierung erwähnt werden, vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 6 OR. Soll auch der originäre Erwerb der Aktien durch Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte beschränkt sein, müsste das ausdrücklich in den Statuten und im Emissionsprospekt geregelt werden (vgl. Art. 653d Abs. 1 OR *in fine*; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N 362). Eine Vinkulierung des Ausübungsrechts ist jedoch nur möglich, wenn auch die Übertragbarkeit der Aktien beschränkt werden kann (Art. 685a ff. OR; CHK-HEIZ, Art. 653d OR, N 3).

Anhang 4 – Muster-Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsoptionen

Eine Statutenbestimmung betreffend Loyalitätsoptionen dürfte im Abschnitt zum Aktienkapital und zu den Aktien unter einer Überschrift oder neben einer Marginalie «Bedingtes Kapital» eingefügt werden. 1589

Die Statutenbestimmung könnte wie folgt lauten: 1590

1. Das Aktienkapital wird durch Ausgabe von höchstens [Anzahl] voll zu liberierenden [Art-]aktien zum Nennwert von je CHF [Betrag] nominal um den Maximalbetrag von CHF [Betrag] erhöht durch Ausübung von Optionsrechten, die den Aktionären der Gesellschaft eingeräumt werden.²⁷⁶⁶ Zum Bezug der neuen Aktien sind die jeweiligen Inhaber von Optionsrechten berechtigt.²⁷⁶⁷ Die Bedingungen der Optionsrechte sind durch den Verwaltungsrat festzulegen.²⁷⁶⁸
- [2. Die Optionsrechte werden den Aktionären der Gesellschaft grundsätzlich entsprechend ihrer bisherigen Beteiligung eingeräumt.²⁷⁶⁹ Zudem werden den Aktionären der Gesellschaft entsprechend ihrer bisherigen Beteiligung zusätzliche Optionsrechte [im gleichen Verhältnis/im Verhältnis [Zahl]:[Zahl]]²⁷⁷⁰ zu ihren bisherigen Aktien eingeräumt.]²⁷⁷¹
3. Zum Zweck der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen sind die Inhaber der Optionsrechte zur Ausübung der [zusätzlichen]²⁷⁷² Optionsrechte berechtigt, wenn sie nach der Ausgabe der Optionsrechte mindestens zwei Jahre ununterbrochen als Eigentümer der diesen Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien im Aktienbuch eingetragen sind.

²⁷⁶⁶ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 1 und 2 OR.

²⁷⁶⁷ Vgl. Art. 653b Abs. 1 Ziff. 3 OR.

²⁷⁶⁸ Siehe vorne Rz. 1414.

²⁷⁶⁹ Vgl. Art. 653c Abs. 1 OR i.V.m. Art. 652b OR.

²⁷⁷⁰ Zum Mass der Privilegierung siehe vorne Rz. 1377.

²⁷⁷¹ Nach dieser Variante kann ein Teil der Optionsrechte auch geltend gemacht werden, wenn der Aktionär die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien nicht während der vorgegebenen Frist hält. Lediglich das Recht zur Ausübung der zusätzlichen Optionen ist aufschiebend bedingt. Vgl. hierzu auch die Formulierung des ersten Satzes in Ziff. 3 unten.

²⁷⁷² Dieser Zusatz ist nur erforderlich, wenn die Variante nach Ziff. 2 ausgewählt wird, d.h., wenn nur das Recht zur Ausübung eines Teils der Optionsrechte beschränkt ist und nicht das Recht zur Ausübung aller Optionsrechte.

Sind sie ununterbrochen seit mindestens zwei Jahren als Eigentümer eines Teils der diesen Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien im Aktienbuch eingetragen, sind sie anteilmässig zur Ausübung der [zusätzlichen]²⁷⁷³ Optionsrechte berechtigt.²⁷⁷⁴

4. Der Verwaltungsrat kann einem Inhaber der Optionsrechte den Bezug von neuen Aktien verweigern, wenn dieser auf sein Verlangen nicht
 - a. ausdrücklich erklärt, dass er die den Optionsrechten zugrunde liegenden Aktien während der letzten zwei Jahre ununterbrochen im eigenen Namen und auf eigene Rechnung gehalten hat; oder
 - b. den Vor- und den Nachnamen und die Adresse der wirtschaftlich berechtigten Person meldet und ausdrücklich erklärt, dass diese während der Haltefrist gemäss Ziff. 2 unverändert geblieben ist.²⁷⁷⁵
- [5. Für Partizipationsscheine gelten die Regeln zur Ausübung der [zusätzlichen] Optionsrechte gemäss Ziff. 2 bis 4 sinngemäss.]²⁷⁷⁶
- [6. Die neuen Namenaktien unterliegen nach dem Erwerb den Übertragungsbeschränkungen nach Art. [Artikelnummer] der Statuten.]²⁷⁷⁷

²⁷⁷³ Siehe vorne Fn. 1345.

²⁷⁷⁴ Zur anteilmässigen Privilegierung siehe vorne Rz. 1379.

²⁷⁷⁵ Zum Ganzen siehe vorne Rz. 1361.

²⁷⁷⁶ Entscheidet sich eine Gesellschaft mit Partizipationskapital für die Schaffung von Loyalitätsoptionen, muss sie den Partizipanten ein dem Bezugsrecht der Aktionäre entsprechendes Bezugsrecht einräumen (siehe vorne Rz. 1358). Zum zusätzlichen Regelungsbedarf bei Gesellschaften mit Genusssscheinen siehe vorne Rz. 1358 *in fine*.

²⁷⁷⁷ Vgl. vorne Rz. 1359.

Stichwortverzeichnis

Die Verweise beziehen sich auf die Randnoten und umfassen die dazugehörigen Fussnoten. Verweise in *Kursivschrift* zeigen eine vertiefte oder zusammenfassende Behandlung des betreffenden Stichworts an.

A

Absorptionsfusion 741, 1030f.

Abspaltung 742

Abtretung *siehe* Aktien, *Abtretung*

Abzinsung 443, 540

– Abzinsungsrate 447, 457, 484

– übermässige 447, 461, 493ff.,
503 ff., 618

Ad-hoc Publizität

– kapitalmarktrechtliche Pflicht
234

– kurzfristige Orientierung 234, 512

Aktien

– Abtretung 826f.

– Aktienaussgabe (Emission) 356f.,
366, 427, 466

– Aktienaustausch in der Fusion 741,
1030

– Aktienleihe (*securities lending*)
siehe Effektenleihe

– Dispoaktien *siehe* dort

– Dividendenanspruch 605

– gemeinschaftliches Eigentum
744ff., 1033, 1202, 1366

– Gesamteigentum 745f., 1033,
1202, 1366

– Gleichbehandlung *siehe* Gleich-
behandlungsgebot

– Gratisaktien 1367

– Inhaberaktien *siehe* dort

– Kaduzierung *siehe* dort

– Liberierung *siehe* dort

– Miteigentum 746, 1033, 1202,
1366

– Namenaktien *siehe* dort

– ohne Stimmrecht 725, 830, 1024,
1083, 1254, 1359, 1412, *siehe* auch
Bezugsrecht, Aktionär ohne Stimm-
recht

– Stammaktien 620, 626, 628, 630,
784

– Übertragung 161, 257, 725, 745,
755, 826ff., 909, 1041, 1082f.,
1209, 1244, 1253f., 1359, 1373,
1411f.

– Übertragung durch Güter- oder
Erbrecht 738f., 1029, 1200, 1364

– Übertragung, treuhänderische 729,
733, 982, 1156, 1322, 1484

– Wertpapier *siehe* dort

– Zession *siehe* Aktien, *Abtretung*

Aktienbuch 724f., 1023f., 1194f.,
1358f., 1515, 1520, 1527, 1552,
1558

Aktiengesellschaft

– atypische 147

– börsenkotierte *siehe* börsenkotierte
Aktiengesellschaften

– Einpersonen- 106

– Familienbezogene 124

– Funktion 210

– Gewinnstrebigkeit 107f., 136, 953,
959, 967

– Grundstruktur(en) 992, 1164, 1329,
1496

– Heterogenität *siehe* Aktiengesell-
schaft, Vielfalt

– Interessengruppen 547

– Kapitalbezogenheit 129, 148, 158,
162, 874, 877, 909, 1099

- Kapitalsammlung 164, 210
- nicht börsenkotierte *siehe börsenkotierte Aktiengesellschaften, Abgrenzung, nicht börsenkotierte Aktiengesellschaften*
- nicht wirtschaftliche 107, 967
- Normsetzungsbefugnis 775
- Organe 844 ff.
- personenbezogene 124, 151
- Recht auf Persönlichkeit 85
- Vielfalt 608, 618, 703, 1546, 1551, 1566
- Aktienkapital
 - Aktien *siehe dort*
 - Eigenkapital 279, 453, 661
 - Grundkapital 84
 - Kapitalband *siehe dort*
 - Kapitalerhöhung *siehe dort*
 - Liberierung *siehe dort*
 - Partizipationskapital, Verhältnis zu 84
- Aktienrechtsrevision
 - Einigungskonferenz 1541 f.
 - Impuls zur Einführung von Loyalitätsaktien 223 ff.
 - Loyalitätsbezugsrechte 1045, 1059, 1159, 1517 ff., 1529 ff.
 - Loyalitätsdividenden 792, 986, 1514 ff.
 - Loyalitätsoptionen 1492
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1213, 1230, 1325
- Aktienrückkauf *siehe Rückkauf eigener Aktien*
- Aktionäre
 - Arten 247 ff.
 - Daueraktionäre 248 ff.
 - Gleichbehandlung *siehe Gleichbehandlungsgebot*
 - Grossaktionäre *siehe dort*
 - institutionelle Investoren *siehe dort*
 - kurzfristige Aktionäre 319
 - langfristige Aktionäre 219, 230, 319
 - ohne Stimmrecht *siehe Aktien, ohne Stimmrecht*
 - private Aktionäre 252
 - Spekulationsaktionäre 253
 - Unternehmeraktionäre 249
- Aktionärsaktivismus 214, 343, 384, 388 ff., 454, 473, 491, 591
- Aktionärsbeteiligungen, Förderung und Begünstigung langfristiger
 - Impulsgebung 222 ff.
 - Konzepte *siehe Loyalitätsaktien, Arten*
 - legitimes aktienrechtliches Ziel 562 ff.
 - Loyalitätsaktien *siehe dort, Auswirkungen*
 - Loyalitätsbezugsrechte *siehe dort, Auswirkungen*
 - Loyalitätsdividenden *siehe dort, Auswirkungen*
 - Loyalitätsoptionen *siehe dort, Auswirkungen*
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht *siehe dort, Auswirkungen*
 - Zusammenhang mit Aktionärsloyalität 554 ff.
- Aktionärsbindungsverträge
 - einfache Gesellschaft 184 f.
 - Stimmbindung 180 f.
 - Treuepflicht 185 f.
 - Qualifikation 184
- Aktionärsloyalität
 - Abgrenzung, Treu und Glauben 73 ff.
 - aktive und passive Komponente 69
 - Inhalt 89 ff.
 - Interessenkollision 71
 - Kern 64 ff., 68
 - Objekt 83 ff.
 - Subjekt 78 ff.
 - Umschreibung 192 ff.
- Aktionärsoptionen
 - Bezugsrecht 624, 672, 1182, 1369, 1390, 1476

- Gleichbehandlung 1315
- Loyalitätsbezugsrechte *siehe dort*
- Loyalitätsoptionen *siehe dort*
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht *siehe dort*
- Preis 672
- Aktionärsrechte
 - Anfechtungsklage *siehe dort*
 - Antragsrecht 182, 605, 942
 - Auskunftsrecht 103, 1024, 1359
 - Bezugsrecht *siehe dort*
 - Dividende *siehe dort*
 - Einberufungsrecht 182
 - Einsichtsrecht 689, 942
 - entziehbare 867f.
 - Gleichbehandlungsgebot *siehe dort*
 - Individualrechte 604f., 609, 741
 - Informationsrechte 99, 123, 182, 574, 742, 877
 - Klagerechte 689, 867, *siehe auch Anfechtungsklage; Nichtigkeit; Verantwortlichkeit*
 - Kontrollrechte 315, 605, 689, 870
 - Minderheitenrechte 609
 - Mitwirkungsrechte *siehe dort*
 - Revisoren, unabhängige *siehe Revisionsstelle, Unabhängigkeit*
 - Rückerstattungsklage *siehe dort*
 - Schutzrechte *siehe dort*
 - Sonderuntersuchung, Recht auf *siehe Sonderuntersuchung*
 - Stimmrecht *siehe dort*
 - Teilnahmerecht 605, 689, 726, 870, 942
 - unentziehbare, verzichtbare 867f., 871, 902
 - unentziehbare, unverzichtbare 867ff.
 - Verantwortlichkeitsklage *siehe Verantwortlichkeit*
 - vermögensmäßige Rechte 605, 688, 694, 783, 1375, 1489
- Allokationseffizienz *siehe Effizienz*
- Anfechtungsklage
 - Aktivlegitimation 574, 817, 993
 - anwendbares Recht 768, 1048, 1216
 - Benachteiligung 939
 - Beweislast 993, 1165, 1330, 1497
 - Frist 933, 1139, 1305, 1464
 - Gleichbehandlungsgebot 990ff., 1163ff., 1328ff., 1495ff.
 - Gründe 954, 996, 1164, 1329, 1496
 - Loyalitätsbezugsrechte 1048, 1059, 1069, 1139, 1163ff.
 - Loyalitätsdividenden 767f., 810, 817, 871, 892, 918, 933, 939, 942, 954, 990ff.
 - Loyalitätsoptionen 1382, 1397, 1464, 1495ff.
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1216, 1239, 1305, 1328ff.
 - Passivlegitimation 817
 - paulianische 104f.
 - Ungleichbehandlung 939, 1163, 1329, 1496
 - Verwaltungsratsbeschlüsse 1075
 - Wirkung 918, 997f., 1167f., 1332f., 1499f.
 - Zuständigkeit 767
- arbeitsrechtliche Treuepflicht *siehe Treuepflicht*
- Auflösung der Gesellschaft 785
- Auflösungsklage
 - Gründungsmängel 99
 - Recht zur Auflösungsklage 605
 - Voraussetzungen 906
- B**
- Bauzinsen *siehe Dividende*
- Beschlussquorum *siehe Loyalitätsbezugsrechte; Loyalitätsdividenden; Loyalitätsoptionen; Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht*
- Bezugsrecht
 - Aktionär ohne Stimmrecht 1024, 1083, 1359, 1412

- Aktionärsoptionen *siehe dort*
- Bedeutung 1055, 1098
- Beschränkung 568, 570, 805, 1010, 1059, 1100, 1229, 1236, 1390, 1393 f., 1474 f., 1477, 1496, 1506 f.
- Einschränkung *siehe Beschränkung*
- Entzug 1181
- Erhöhung aus bedingtem Kapital 1355, 1369, 1390, 1476, 1496
- faktische Bezugsrechtseinschränkung 1350, 1390, 1476
- Kapitalband 653
- Loyalitätsbezugsrechte *siehe dort*
- börsenkotierte Aktiengesellschaften
 - Abgrenzung, nicht börsenkotierte Aktiengesellschaften 242 ff., 372 ff., 383, 387, 472, 677, 682 ff., 828 f., 1082 f., 1253 f., 1359, 1411 f.
 - Aktienkurs, Aussagekraft 496, 502
 - Betroffenheit von den Auswirkungen kurzfristiger Orientierung 242 ff., 540 f., 543, 588
 - Durchschnittliche Haltedauer von Aktien 326 ff.
 - ineffizienter Managerarbeitsmarkt 309
 - Inhaberaktien 726
 - Investitionsverhalten 372 ff., 387, 472
 - mit Loyalitätsbezugsrechten 1024
 - mit Loyalitätsdividenden 632, 761, 895
 - mit Loyalitätsstimmrechten 631
 - mit Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1181
 - Vinkulierung 677, 682 ff., 734, 828, 1083, 1195, 1254, 1359, 1412
- Börsenkotierung
 - Auswirkungen auf Rentabilität und Investitionsverhalten 376 f., 382
 - Bindung der Aktionäre 243

- Differenzierung des Aktienrechts nach Börsenkotierung 588
- Bucheffekten 726, 827, 831

C

Corporate Governance

- Indizes 322
- kurzfristiges Handeln 415
- Richtlinien 524
- SIX-Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance 599
- Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance *siehe dort*
- Zusammenhang mit Investitionen in Forschung und Entwicklung 472

D

Delegation der Geschäftsführung 839

Discounted Cashflow 279

Diskontierung *siehe Abzinsung*

Dispoaktien 225

Dividende

- Aktien ohne Stimmrecht 725
- Ausschüttungen, empirische Untersuchungen 451, 460, 466
- Bauzinsen 605, 688, 694
- Bemessung nach Kapitalbeteiligung 941
- Beschluss 717, 847, 892
- Einschränkung des Rechts auf Dividende 988
- Generalversammlung 716
- Liquidität 845
- Loyalitätsdividenden *siehe dort*
- Naturaldividende 688
- Reservenzuweisung 845
- Vorzugsaktien *siehe Loyalitätsaktien, Abgrenzung zu Vorzugsaktien*
- Zwischendividende *siehe dort*

Dividende majoré *siehe Loyalitätsdividenden*

Dividendenbeschluss *siehe Dividende, Beschluss*

Drittorganschaft 212

E

Eigenkapital

- Dividende im Verhältnis zum Eigenkapital 845
- Eigenkapitalfinanzierung 421
- Ersetzen durch Fremdkapital 453
- Gesellschaften mit grösserem Eigenkapitalbedarf 661
- verwendbares 845
- Wert des Eigenkapitals 279

Einberufungsrecht des Aktionärs
siehe Aktionärsrechte, Einberufungsrecht

einfache Gesellschaft

- Aktionärsbindungsverträge *siehe dort*
- Definition 98

eingeschränkte Revision 846, 1586

Einsichtsrecht des Aktionärs *siehe Aktionärsrechte, Einsichtsrecht*

Eintragung ins Handelsregister

- Nichtigkeitsprüfung 920
- Publizitätswirkung 807f.
- Wirkung 807
- Zeitpunkt der Wirksamkeit von Gründungen und Statutenänderungen 806

Effektenleihe (*securities lending*) 636, 734

Effizienz

- Allokationseffizienz 165, 295, 316
- als Ziel des Aktienrechts 269ff.
- als Ziel des Handelsrechts 268
- Kaldor-Hicks-Kriterium 274ff.
- Kapitalmarkteffizienzhypothese *siehe dort*
- Kosten-Nutzen-Rechnung 277ff.
- ökonomische 266

Endzweck *siehe Gesellschaftszweck*

Erhöhung aus bedingtem Kapital

- Aktionärsoptionen 1345
- Ausgabebeträge, unterschiedliche 1223ff., 1232
- Bezugsrecht *siehe dort*
- im Kapitalband 1559
- Kapitalband, Verhältnis zum 1090
- Loyalitätsoptionen 1345ff.
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1180ff., 1183
- Mitarbeiterbeteiligungen 1183
- Quorum 1235f.
- Verwässerung 1203, 1209, 1350, 1448
- Vorwegzeichnungsrecht *siehe dort*
- zeitliche Beschränkung 663

F

Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen
siehe Aktionärsbeteiligungen

Fremdkapital

- Aufnahme von 453
- Ersetzen von Eigenkapital 453
- Rendite 346
- Zusammenhang mit Investitionen in Forschung und Entwicklung 479

Fremdorganschaft 212

Fusion 740ff., 902, 1030ff., 1201, 1365

G

Geldflüsse *siehe Abzinsung*

genehmigte Kapitalerhöhung

- Ersatz durch Kapitalband 1009
- faktischer Ausschluss des Bezugsrechts 1350
- Loyalitätsbezugsrechte 653f., 657, 660

Generalversammlung

- Aktionärsrechte *siehe dort*

- Anfechtung *siehe Anfechtungsklage*
- Anreiz für die Teilnahme 224
- Anträge 942
- Ausstand 130
- Beschluss, Nichtigkeit 174, 689
- Dividende *siehe dort*
- Einberufung 717
- Informationsrecht des Aktionärs *siehe Aktionärsrechte, Informationsrecht*
- Kompetenzverteilung zwischen Generalversammlung und Verwaltungsrat 283
- Kompetenzzuweisung an den Verwaltungsrat 281
- Loyalitätsbezugsrechte 1015, 1054, 1065, 1129 ff.
- Loyalitätsdividenden 716 f., 743, 751, 803 f., 814, 845 ff.
- Loyalitätsoptionen 1349 ff., 1404, 1414, 1418, 1454 ff., 1498, 1503
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1186 f., 1222, 1229, 1235, 1260, 1296 f., 1331, 1336
- Paritätsprinzip 283
- Traktanden 834
- Vorbereitung 837, 845
- Genussscheine
 - Bedingungen 688
 - Bezugsrecht 1020, 1358
 - Dividende 721, 748
 - Kapitalband 1020
 - Kapitalerhöhung aus bedingtem Kapital 1191, 1355
 - keine Mitgliedschaftsrechte 81, 564
 - Loyalitätsbezugsrechte 1020
 - Loyalitätsgenussscheine 688, 695
 - Schutz 574, 695
 - statutarische Grundlage 695, 721
 - Vorwegzeichnungsrecht 1191, 1194
 - Wahlrecht 690
- Geschäftsbericht 320, 430, 512, 597, 605, 764, 845
- Geschäftsführung *siehe Verwaltungsrat*
- Geschäftsleitung
 - Delegation *siehe Verwaltungsrat, Geschäftsführung, Delegation*
 - Kommunikation mit Aktionären 1153, 1319, 1480
 - kurzfristige Ziele 344 ff.
 - kurzfristiger Anlagehorizont 213, 639
 - kurzichtiges Handeln 353 ff., 358 ff., 365, 471
 - Sachlichkeitsgebot 569
 - Überwachung 339, 504
 - Vergütung 307
 - Zusammensetzung 213
- Gesellschaftsinteresse
 - Abgrenzung, Aktionärsinteressen 97 ff.
 - als Verhaltensmassstab für den Verwaltungsrat 91
 - Interessen der Arbeitnehmer 103
 - interessenpluralistische versus interessenmonistische Theorie 92 f.
 - Gewinnstrebigkeit 107 f.
 - nachhaltiges Gedeihen des Unternehmens 109 ff.
 - normativer versus deskriptiver Charakter 91
 - Rechtsprechung des Bundesgerichts 101 ff.
 - Rückschlüsse aus Gesetz 97 ff.
 - *Shareholder-* versus *Stakeholder-Value-*Ansatz 92 f.
 - Umschreibung 113 ff.
- Gesellschaftszweck
 - Abgrenzung, Endzweck 114
 - Begriff des «Zwecks» 952 ff.
 - Endzweck 114 f., 953, 977, 1152
 - Gleichbehandlungsgebot 796, 938, 941, 964 ff.
 - nicht wirtschaftlicher 107

- Sachlichkeitsgebot 568
- Tätigkeitsfeld 967
- Gestaltungsfreiheit 281 ff.
- Gewinnstrebigkeit *siehe Aktien-*
gesellschaft
- Gleichbehandlungsgebot
 - absolute Gleichbehandlung 573,
877, 942
 - Anfechtungsklage *siehe dort*
 - Anwendungsbereich, persönlicher
574
 - Loyalitätsbezugsrechte *siehe dort*
 - Loyalitätsdividenden *siehe dort*
 - Loyalitätsoptionen *siehe dort*
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht
siehe dort
 - Rechtfertigung einer Ungleich-
behandlung 576, 610
 - Rechtsfolge einer Verletzung 575
 - relative Gleichbehandlung 573
 - Ziel der Förderung und Begünsti-
gung langfristiger Aktionärs-
beteiligungen 572 ff.
- Governance *siehe Corporate*
Governance
- Gratisaktien *siehe Aktien*
- Grossaktionäre
 - Anlegeraktionäre 251
 - Förderung langfristiger Beteili-
gungen 559
 - Informationsprivilegien für lang-
fristig beteiligte Grossaktionäre
989
 - Loyalitätsbezugsrechte 1046
 - Loyalitätsdividenden 762
 - Loyalitätsoptionen 1380
 - Loyalitätsstimmrechte 640
 - Prozentvinkulierung zugunsten
langfristig beteiligter Aktionäre
siehe Vinkulierung
 - Treuepflicht 124
 - Umschreibung 684
- Grundkapital *siehe Aktienkapital*

Gründung

- Aktienerwerb 825
- besondere Vorteile 688
- Gründungsaktionäre 175
- Gründungsmängel 99
- Gründungsstatuten 803
- Loyalitätsbezugsrechte 1065,
1117
- Loyalitätsdividenden 903
- Loyalitätsoptionen 1393, 1443
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht
1235, 1285

H

Halbjahresberichterstattung

- Einfluss auf Verhalten der
Geschäftsleitungsmitglieder 356 f.
 - kapitalmarktrechtliche Pflicht 234
- Handelsfrequenz 214, 217, 451 f., 454,
467, 559

Handelsregister

- bedingtes Kapital 918
- Eintragung *siehe Eintragung ins*
Handelsregister
- elektronische Veröffentlichung
806
- Kapitalband 1092
- Kognition des Registerführers *siehe*
Handelsregister; Prüfungsbefugnis
des Registerführers
- negative Publizitätswirkung 807
- öffentlicher Glaube 807
- Prüfungsbefugnis des Register-
führers 921
- positive Publizitätswirkung 807
- Tagebuch 806

I

Informationsrechte des Aktionärs
siehe Aktionärsrechte, Informa-
tionsrechte

Inhaberaktien

- Abschaffung 80, 139

- als Bucheffekten 726, 827
- Einschränkungen 80, 139
- Loyalitätsbezugsrechte 1025
- Loyalitätsdividenden 726f.
- Loyalitätsoptionen 1360
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1196, 1253f.
- Meldepflichten betreffend Erwerb nicht kotierter Inhaberaktien 139
- Übertragung 726, 827
- Verzeichnis der Inhaberaktionäre 727, 1025, 1196, 1360

Insiderhandel 642

institutionelle Investoren

- Charakterisierung nach Anlageverhalten 412 ff.
- Haltedauer 334
- kurzfristige Orientierung 536
- Loyalitätsstimmrechte *siehe dort*
- Transparenzpflicht betreffend Anlageverhalten 518f.
- Umschreibung 251
- Vorzüge langfristig beteiligter institutioneller Investoren 475

Interessenkonflikte

- von Analysten 465
- von Organen 104
- zwischen langfristigen Planungsbedürfnissen der Gesellschaft und kurzfristigen Anlagebedürfnissen der Aktionäre 199, 209, 489

J

juristische Person

- als Objekt der Aktionärsloyalität 85
- Begriff 735
- im Konzernverhältnis 850
- Rechtspersönlichkeit 85

K

Kaduzierung 244

Kaldor-Hicks-Kriterium *siehe Effizienz*

Kapitalband

- Bedingungen und Auflagen 1015, 1053f., 1059, *1068ff.*, 1085, 1092, 1121, 1128, 1139, 1167, 1175
- Bezugsrecht 653
- Bezugsrecht der Partizipanten 1019
- Ermächtigungsbeschluss 1015
- Genussscheine 1020
- Gültigkeitsdauer 657
- Kapitalerhöhung 624, 653f., 660, 1014, 1035, 1044, 1061, 1534, 1548
- Konzept 1014
- Loyalitätsbezugsrechte 1012ff.
- Obergrenze 1014
- Untergrenze 1014

Kapitalerhöhung

- aus bedingtem Kapital *siehe Erhöhung aus bedingtem Kapital*
- im Kapitalband *siehe Kapitalband*
- ordentliche *siehe ordentliche Kapitalerhöhung*

Kapitalerhöhungsbericht 1085, 1521

Kapitalherabsetzung

- auf Null 948
- Austritt des Aktionärs 244
- Gläubigerschutz 755
- im Kapitalband 1586
- Nennwertherabsetzung 757

Kapitalmarkteffizienzhypothese

- Definition 336
- Relativierung 495f.

Kapitalreserven *siehe Reserven*

Kapitalrückzahlung *siehe Rückzahlung von Kapitalreserven*

Kapitalschutz

- Loyalitätsbezugsrechte 1164
- Loyalitätsdividenden 992
- Loyalitätsoptionen 1496
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1329
- Reserven 100, 255

Kapitalverlust 1098, 1159

Klagerechte

- Anfechtungsklage *siehe dort*
- Auflösungsklage *siehe dort*
- Sonderuntersuchung *siehe dort*
- Nichtigkeit, Feststellung der *siehe dort*
- Rückerstattungsklage *siehe dort*
- Verantwortlichkeitsklage *siehe Verantwortlichkeit*

Kognition des Handelsregisterführers *siehe Handelsregisterführer, Prüfungsbefugnis des Registerführers*

Konkurrenzverbot *siehe Treuepflicht*

Konkurs 105

Kontrollrechte des Aktionärs *siehe Aktionärsrechte, Kontrollrechte*

Konversion

- Loyalitätsbezugsrechte 1133 ff., 1140, 1169
- Loyalitätsdividenden 888, 924 ff., 999
- Loyalitätsoptionen 1458 ff., 1465, 1501
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1300 ff., 1306, 1334
- statutarische Treuepflicht 175 ff.
- Voraussetzungen 175

Konzern

- Konzernstrukturen im Zusammenhang mit kurzfristiger Orientierung 310
- Treuepflicht *siehe Treuepflicht, im Konzern*
- Wirkung von Statutenbestimmungen im Konzern 850 f., 1087, 1258, 1416

Konzernverantwortungsinitiative 268

Kosten-Nutzen-Rechnung *siehe Effizienz*

Kotierung *siehe Börsenkotierung*

Kotierungsreglement 599

Kurzfristigkeit im Kapitalmarkt

- Auswirkungen auf Unternehmen 342 ff.
- Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft 442 ff.
- Indizien 325 ff.
- Problemdefinition 487 ff.
- Ursachen 214, 297 ff., 493 ff.

L

Liberierung 121, 129, 133 f., 257, 824 f.

Liquidität

- Aktienmarkt, Voraussetzung für funktionierenden 165
 - börsenkotierte Gesellschaften 242
 - Dividende *siehe dort*
 - Folgen höherer Aktienliquidität 383 ff.
 - Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen 641 ff.
 - Loyalitätsbezugsrechte 1046, 1111 ff., 1123, 1127
 - Loyalitätsdividenden 648 f., 762, 895 ff., 917, 921
 - Loyalitätsoptionen 674 f., 1380, 1437 ff., 1452, 1455
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1279 ff., 1290, 1297
 - nicht börsenkotierte Aktiengesellschaften 245
 - Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre *siehe Vinkulierung, Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre, Liquidität*
 - Risikobeschränkung 910
- Loi florange* *siehe Loyalitätsstimmrechte*
- loyal *siehe Liquidität*

- Loyalität
- Aktionärsloyalität *siehe Aktionärsloyalität, Inhalt*
 - Begriffsverständnis, philosophisches 35 ff.
 - Begriffsverständnis, rechtswissenschaftliches 38 ff.
 - Begriffsverständnis, ökonomisches 47 ff.
 - doppelte 39
 - Synonym für Treue 26
 - Umschreibung 190 f.
 - Wortherkunft 25
- Loyalitätsaktien
- Abgrenzung zu Stimmrechtsaktien 629 f.
 - Abgrenzung zu Vorzugsaktien 628, 630
 - Arten 624
 - Auswirkungen *siehe Loyalitätsbezugsrechte; Loyalitätsdividenden; Loyalitätsoptionen; Loyalitätsstimmrechte; Loyalitätsvorw Zeichnungsrecht (dort jeweils Auswirkungen)*
 - Begriff 17, 622 ff.
 - Paternalismus *siehe dort*
 - Postulat «Auswirkungen von Loyalitätsaktien» 1538 ff.
 - Zulässigkeit *siehe Loyalitätsbezugsrechte; Loyalitätsdividenden; Loyalitätsoptionen; Loyalitätsstimmrechte; Loyalitätsvorw Zeichnungsrecht (dort jeweils aktienrechtliche Zulässigkeit)*
- Loyalitätsbezugsrechte
- Abhängigkeit vom Bezugsrecht 1037
 - aktienrechtliche Zulässigkeit 1094 ff., 1174
 - Aktienrechtsrevision *siehe dort*
 - Aktionärsoptionen 1529 ff., 1554 ff.
 - anwendbares Recht 1048
 - Auswirkungen 650 ff., 653 ff.
 - Begriff 624
 - Beschlussquorum 1065 f., 1524
 - Beschränkung 1045 f., 1071, 1114, 1160 f., 1493
 - Fusion 1030 ff.
 - Geltungsbereich, objektiver 1090 f.
 - Geltungsbereich, subjektiver 1074 ff.
 - Geltungsbereich, zeitlicher 1092 f.
 - gemeinschaftliches Eigentum 1033
 - Generalversammlung *siehe dort*
 - Genussscheine *siehe dort*
 - Gleichbehandlungsgebot 1148 ff., 1170 f.
 - Grossaktionäre *siehe dort*
 - Gründung *siehe dort*
 - Inhaberaktien *siehe dort*
 - Kapitalband *siehe dort*
 - Kapitalschutz *siehe dort*
 - Konversion *siehe dort*
 - Liquidität *siehe dort*
 - mit tieferem Ausgabebetrag 659 f., 1010, 1042 ff.
 - mit Vorzugsrecht 659 f., 1010
 - Muster-Statutenbestimmung 1585 f.
 - Namenaktien *siehe dort*
 - Nichtigkeit *siehe dort*
 - Nutzniessung 1035
 - Partizipationsscheine *siehe dort*
 - Pfandrecht 1036
 - Rechtsausübung, schonende *siehe dort*
 - Rechtsmissbrauchsverbot 1100
 - Regelungsvorschlag 1517 ff.
 - Reglement *siehe dort*
 - Sachlichkeitsgebot 1020, 1100
 - Schutzrechte *siehe dort*
 - separate Aktienkategorie 1055 ff.
 - Spaltung 1031 f.
 - statutarische Grundlage 1053 f.
 - Statutenänderung *siehe dort*
 - teilweiser Verkauf der Beteiligung 1027 f.
 - Übertragung 1024, 1041, 1082 f.

- Übertragung durch Güter- oder Erbrecht 1029
- Umstrukturierungen 1030 ff.
- und Kapitalband *siehe Kapitalband, Loyalitätsbezugsrechte*
- Verantwortlichkeit *siehe dort*
- Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten 1106 ff., 1137 ff.
- Verbreitung 633
- Verwaltungsrat *siehe dort*
- Loyalitätsdividenden
 - aktienrechtliche Zulässigkeit 861 ff., 1105
 - Aktienrechtsrevision *siehe dort*
 - anwendbares Recht 766 ff.
 - Auswirkungen 644 ff.
 - Begriff 632
 - Beschlussquorum 803 ff., 1516
 - Beschränkung 761 f., 900
 - *Dividende majoré* 632, 859
 - Fusion 741 ff.
 - Frankreich 632, 859, 986 f.
 - Geltungsbereich, objektiver 854 ff.
 - Geltungsbereich, subjektiver 815 ff.
 - Geltungsbereich, zeitlicher 859 f.
 - gemeinschaftliches Eigentum 744 ff.
 - Generalversammlung *siehe dort*
 - Gleichbehandlungsgebot 877 f., 973 ff., 1001 f.
 - Grossaktionäre *siehe dort*
 - Gründung *siehe dort*
 - Inhaberaktien *siehe dort*
 - Italien 632, 986 f.
 - Kapitalschutz *siehe dort*
 - Konversion *siehe dort*
 - Liquidität *siehe dort*
 - Muster-Statutenbestimmung 1583 f.
 - Namenaktien *siehe dort*
 - Namenaktien *siehe dort*
 - Nichtigkeit *siehe dort*
 - Niederlande 235, 632, 647, 761, 780
 - Nutzniessung 748 f.
- Pfandrecht 750
- Rechtsmissbrauchsverbot 879 f., 882
- Regelungsvorschlag 1551 f.
- Reglement *siehe dort*
- Revisionsstelle *siehe dort*
- Sachlichkeitsgebot 880 ff.
- separate Aktienkategorie 778 ff.
- Spaltung 742 f.
- Statutarische Grundlage 777
- Statutenänderung *siehe dort*
- teilweiser Verkauf der Beteiligung 737
- Übertragung 725, 745, 755, 826 ff., 909
- Übertragung durch Güter- oder Erbrecht 738 f.
- Umstrukturierungen 740 ff.
- Verantwortlichkeit *siehe dort*
- Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten 889 ff., 931 ff.
- Verbreitung 632
- Verwaltungsrat *siehe dort*
- Volatilität *siehe dort*
- Loyalitätsoptionen
 - Abhängigkeit vom Bezugsrecht 1369
 - aktienrechtliche Zulässigkeit 1423 ff., 1506
 - Aktienrechtsrevision *siehe dort*
 - Aktionärsoptionen 1345 ff., 1369, 1376, 1393
 - anwendbares Recht 1382
 - Auswirkungen 670 ff.
 - Begriff 668, 1346
 - Beschlussquorum 1393 f.
 - Beschränkung 1378, 1380, 1390, 1492
 - Fusion 1365
 - Geltungsbereich, objektiver 1419 f.
 - Geltungsbereich, subjektiver 1403 ff.
 - Geltungsbereich, zeitlicher 1421 f.
 - gemeinschaftliches Eigentum 1366

- Generalversammlung *siehe dort*
- Gleichbehandlungsgebot 1473 ff., 1493f.
- Grossaktionäre *siehe dort*
- Gründung *siehe dort*
- Inhaberaktien *siehe dort*
- Kapitalschutz *siehe dort*
- Konversion *siehe dort*
- Liquidität *siehe dort*
- Michelin 669, 1321
- Muster-Statutenbestimmung 1589f.
- Namenaktien *siehe dort*
- Nichtigkeit *siehe dort*
- Nutzniessung 1367
- Partizipationsscheine *siehe dort*
- Pfandrecht 1368
- Rechtsausübung, schonende *siehe dort*
- Rechtsmissbrauchsverbot 1426
- Regelungsvorschlag 1554 ff.
- Revisionsstelle *siehe dort*
- Sachlichkeitsgebot 1426
- Sanierung *siehe dort*
- Schutzrechte *siehe dort*
- separate Aktienkategorie 1389f.
- Spaltung 1365
- statutarische Grundlage 1387f.
- Statutenänderung *siehe dort*
- teilweiser Verkauf der Beteiligung 1362f.
- Übertragung 1373, 1411f.
- Übertragung durch Güter- oder Erbrecht 1364
- Umstrukturierungen 1365
- Verantwortlichkeit *siehe dort*
- Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten 1432 ff., 1462ff.
- Verbreitung 669
- Verwaltungsrat *siehe dort*
- Volatilität *siehe dort*
- Loyalitätsstimmrechte
 - aktienrechtliche Zulässigkeit 1549
 - Auswirkungen 634 ff.
 - Begriff 631
- Belgien 631
- Grossaktionäre *siehe dort*
- institutionelle Investoren 639
- Italien 631, 639
- Frankreich 231, 639
- *Loi florange* 231
- Mitwirkungsrechte *siehe dort*
- Spanien 631
- USA 637f.
- Verbreitung 631
- Volatilität *siehe dort*
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht
 - Abhängigkeit vom Vorwegzeichnungsrecht 1205
 - aktienrechtliche Zulässigkeit 1265 ff., 1339
 - Aktienrechtsrevision *siehe dort*
 - Aktionärsoptionen 1182
 - anwendbares Recht 1216
 - Auswirkungen 650 ff., 662ff.
 - Begriff 624
 - Beschlussquorum 1235f.
 - Beschränkung 1213
 - entsprechend bestimmten Anteil an neu geschaffenem Aktienkapital 665 f.
 - Fusion 1201
 - Geltungsbereich, objektiver 1261 f.
 - Geltungsbereich, subjektiver 1245 ff.
 - Geltungsbereich, zeitlicher 1263 f.
 - gemeinschaftliches Eigentum 1202
 - Generalversammlung *siehe dort*
 - Gleichbehandlungsgebot 1314 ff., 1326f.
 - Gründung *siehe dort*
 - Inhaberaktien *siehe dort*
 - Kapitalschutz *siehe dort*
 - Konversion *siehe dort*
 - Liquidität *siehe dort*
 - mit günstigerem Wandel- oder Optionspreis 665 f.
 - Mitwirkungsrechte *siehe dort*

- Muster-Statutenbestimmung 1587f.
- Namenaktien *siehe dort*
- Nichtigkeit *siehe dort*
- Nutzniessung 1203
- Partizipationsscheine *siehe dort*
- Pfandrecht 1204
- Rechtsausübung, schonende *siehe dort*
- Rechtsmissbrauchsverbot 1268
- Revisionsstelle *siehe dort*
- Sachlichkeitsgebot 1268
- Schutzrechte *siehe dort*
- separate Aktienkategorie 1223 ff.
- Spaltung 1201
- statutarische Grundlage 1221 f.
- Statutenänderung *siehe dort*
- teilweiser Verkauf der Beteiligung 1198 f.
- Übertragung 1209, 1253 f.
- Übertragung durch Güter- oder Erbrecht 1200
- Umstrukturierungen 1201
- Verantwortlichkeit *siehe dort*
- Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten 1274 ff., 1303 ff.
- Verbreitung 633
- Verwaltungsrat *siehe dort*

M

- Mehrheit *siehe Loyalitätsbezugsrechte; Loyalitätsdividenden; Loyalitätsoptionen; Loyalitätsstimmrechte; Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht (dort jeweils Beschlussquorum)*
- Minderheitenrechte *siehe Aktionärsrechte*
- Mitwirkungsrechte
- Anknüpfungspunkt für Konzepte zur Privilegierung langfristiger beteiligter Aktionäre 689
 - Gleichbehandlung 942
 - Konvergenz 314f., 317, 483
 - Loyalitätsoptionen 1375, 1488, 1490, 1550

- Loyalitätsstimmrechte 624, 1487
- Übergang bei Erwerb durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung 677

N

Namenaktien

- Dispoaktien *siehe dort*
- Eintragung 181, 647, 678, 723, 829, 893, 897f., 1082, 1109, 1113, 1195, 1277, 1359, 1435, 1439
- Erwerb 683
- Loyalitätsbezugsrechte 1023 f., 1082f.
- Loyalitätsdividenden 724f.
- Loyalitätsoptionen 1358f., 1411f.
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1194
- Übertragung 828 ff.
- wertpapierrechtliche Ausgestaltung 80

Nebenleistungsverbot *siehe Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten*

Nennwert

- Aktien mit unterschiedlichem Nennwert 700, 757
- Aktionärsrechte 941, 943

Nennwertherabsetzung 757

Nichtigkeit

- Feststellung der Nichtigkeit *siehe Nichtigkeit, Feststellung der*
 - Loyalitätsbezugsrechte 1126 ff.
 - Loyalitätsdividenden 916 ff., 991
 - Loyalitätsoptionen 1293
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1451 ff.
 - statutarische Treuepflicht 172 ff.
 - Tatbestände 689
- Nichtigkeit, Feststellung der
- Gründe bei Generalversammlungsbeschlüssen 869f.

- Klageberechtigung 920
- Verfahren 919 ff.
- Wirkung 914
- Zuständigkeit 767

O

Optionen

- Aktionärsoptionen *siehe dort*
- Loyalitätsoptionen *siehe dort*
- Mitarbeiterbeteiligungen 1183

Opting-out 1663

ordentliche Kapitalerhöhung

- 658, 1009

Organe der Aktiengesellschaft

- faktische Organe *siehe Verantwortlichkeit, Organbegriff*
- fakultative Organe 839
- gesetzliche Organe 839

Organisationsreglement 283, 798

P

Paritätsprinzip *siehe Generalversammlung*

Partizipanten

- Anfechtungsklage 993
- Dividende *siehe Partizipationskapital*
- Gleichbehandlungsgebot 940, 1143, 1309, 1468
- Stimmrecht 81, 564, 992, 1489
- Vermögensrechte 720, 940, 1190, 1194, 1489
- Vorwegzeichnungsrecht 1190

Partizipationskapital

- Aktienkapital, Verhältnis zu 84
- Bezugsrecht bei Kapitalerhöhung 1019
- Dividende 720
- Vorwegzeichnungsrecht bei Kapitalerhöhung 1190

Partizipationsscheine

- Anfechtungsklage 993
- Bedeutung in der Praxis 720

- Inhaberpartizipationsschein 726
- kapitalmarktrechtliche Meldepflicht 726
- Loyalitätsbezugsrechte 1019, 1075, 1077
- Loyalitätsoptionen 1346, 1354, 1375
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1190, 1194, 1246
- Stimmrecht 81, 564, 992, 1489
- Vermögensrechte 720, 940, 1190, 1194, 1489
- Vorzugspartizipationsscheine 992

Paternalismus

- eingeschränkte Rationalität 613
- Kritik 616 f.
- libertärer Paternalismus 614 f.
- Loyalitätsaktien 708, 1547
- schonendster Paternalismus 612

Prime de fidélité *siehe Loyalitätsdividenden, Dividende majoré*

Prozentvinkulierung zugunsten langfristiger beteiligter Aktionäre *siehe Vinkulierung*

Prüfungsbestätigung 1522

Publikumsgesellschaften 244

Publizitätswirkung des Handelsregisters *siehe Handelsregister, negative Publizitätswirkung bzw. positive Publizitätswirkung*

Q

qualifizierte Mehrheit 42, *siehe auch Loyalitätsbezugsrechte; Loyalitätsdividenden; Loyalitätsoptionen; Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht (jeweils Beschlussquorum)*

Quartalsabschlüsse 234

Quartalsberichterstattung

- Abschaffung 512, 515
- Einfluss auf Verhalten der Geschäftsleitungsmitglieder 348, 355 ff.

- Fokussierung auf kurzfristige Erträge 234
- Indiz für Kurzfristigkeitsdruck im Kapitalmarkt 341
- Verzicht 499
- Quorum *siehe Beschlussquorum*
- R**
- Rechnungslegungsrecht, Anknüpfungspunkt zur Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen 957f.
- Rechtsausübung, schonende
 - Konkretisierung des Gebots von Treu und Glauben 74f., 173
 - Loyalitätsbezugsrechte 1100, 1149, 1158
 - Loyalitätsoptionen 1477, 1491
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1315, 1324
- Rechtsetzung
 - Methode der 201 ff.
 - Rechtsetzungsziele 264 ff.
- Rechtsmissbrauchsverbot
 - Aktionäre 123, 173
 - Anwendungsbereich, persönlicher 579
 - Generalversammlungsbeschlüsse 995f.
 - Inhalt 578
 - Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen 577ff.
 - Loyalitätsbezugsrechte *siehe dort*
 - Loyalitätsdividenden *siehe dort*
 - Loyalitätsoptionen *siehe dort*
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht *siehe dort*
- Rechtspersönlichkeit *siehe juristische Person*
- Reglement
 - Gestaltungsfreiheit 594
 - Kotierungsreglement *siehe dort*
 - Loyalitätsbezugsrechte 1029, 1041, 1586
 - Loyalitätsdividenden 737, 739, 755, 798, 814, 1515, 1584
- Reserven
 - freiwillige Reserven 100
 - Pflicht zur Bildung 110, 255, 285
 - Rückzahlung *siehe Rückzahlung von Kapitalreserven*
 - weitere Reserven 100
 - Zweck 100
- Revisionsstelle
 - Loyalitätsdividenden 846
 - Loyalitätsoptionen 1414, 1418
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1256, 1338
 - Subjekt der Aktionärsloyalität 82
 - Überschuldung 846
 - Unabhängigkeit 82
- Rückerstattungsklage 605
- Rückkauf eigener Aktien 167, 326, 367, 451, 453, 466, 479, 757
- Rücklagen *siehe Reserven*
- Rückstellungen 110
- Rückzahlung von Kapitalreserven 224f., 227, 713, 757, 759, 791f., 831, 1515f., 1554
- S**
- Sachlichkeitsgebot
 - Anwendungsbereich, persönlicher 569
 - Inhalt 568
 - Loyalitätsbezugsrechte *siehe dort*
 - Loyalitätsdividenden *siehe dort*
 - Loyalitätsoptionen *siehe dort*
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht *siehe dort*
 - Rechtsfolge einer Verletzung 570
 - Ziel der Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen 567ff.

Sanierung

- Anspruch der Gläubiger auf Gleichbehandlung
- Loyalitätsoptionen 1481

Schutzrechte

- Anknüpfungspunkt für Konzepte zur Privilegierung langfristig beteiligter Aktionäre 689
- Arten 605
- Ausprägung 255
- Einschränkungen 182
- Gleichbehandlung 942
- Loyalitätsbezugsrechte 624, 1010
- Loyalitätsoptionen 624
- Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1178

Securities lending siehe Effektenleihe

Selbstregulierung 236, 599, 603, 607

Shareholder-Value-Ansatz siehe Gesellschaftsinteresse, Shareholder-Value-Ansatz versus Stakeholder-Value-Ansatz

Short-termism

- Auswirkungen auf Unternehmen 342 ff.
- Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft 442 ff.
- Bedeutung 214, 468
- empirische Erkenntnisse 342 ff.
- Indizien 325 ff.
- Problemdefinition 487 ff.
- Ursachen 214, 297 ff., 493 ff.

Sonderuntersuchung 1075

Sorgfaltspflicht

- einfacher Auftrag 43
- Verwaltungsrat 102, 224, 938 f.

Spaltung 742 f., 1030 ff., 1201, 1365

Stakeholder-Value-Ansatz siehe Gesellschaftsinteresse, Shareholder-Value-Ansatz versus Stakeholder-Value-Ansatz

Stammaktien *siehe Aktien*

Statuten

- Bindungswirkung 817 ff.
 - Nachschusspflicht 128, 152, 155, 992
 - Nebenleistungspflicht *siehe Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten*
 - zwingender Statuteninhalt 772
- Statutenänderung
- Loyalitätsbezugsrechte 1060, 1064 f., 1067, 1075
 - Loyalitätsdividenden 802 f., 806, 808, 817, 944, 946
 - Loyalitätsoptionen 1392 f., 1395, 1404
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1234 f., 1237, 1246

Stimmrecht

- doppeltes 231
- Förderung und Begünstigung langfristiger Aktionärsbeteiligungen 230
- Loyalitätsstimmrechte *siehe dort*
- Mehrstimmrecht 499, 511
- Mitwirkungsrecht 605
- Partizipationsscheine *siehe dort*
- Stimmrechtsaktien *siehe dort*

Stimmrechtsaktien *siehe Loyalitätsaktien, Abgrenzung zu Stimmrechtsaktien*

Stimmrechtsvertretung 522 f.

Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 3, 256

T

Teilnahmerecht des Aktionärs *siehe Aktionärsrechte, Teilnahmerecht*

Traktanden *siehe Generalversammlung*

Transparenzvorschriften

- Rohstoffunternehmen 1010
- institutionelle Investoren und Vermögensverwalter 517 ff.

- Vergütungsstruktur von Vermögensverwaltern 520 f.
 - zu den Nachteilen kurzfristiger Orientierung 504
 - zur Vergütungspolitik 524 f.
- Treu und Glauben
- Abgrenzung, Aktionärsloyalität 73 ff.
 - Abgrenzung, Treuepflicht 43
 - Geltung für Aktionäre 123, 125, 173
 - Einschränkung des Ermessens der Gesellschaftsorgane 579, 969
 - Gehalt 40, 42 ff.
 - Wortherkunft 26 ff., 31
- Treue
- Bedeutungsreihen 27 ff.
 - Wortherkunft 26
- Treuepflicht
- Abgrenzung, Treu und Glauben 43, 73 ff.
 - arbeitsrechtliche 40
 - besondere Konstellationen 124
 - der Aktionäre? 118 ff., 187 ff.
 - des Verwaltungsrates 82, 98
 - im GmbH-Recht 142
 - im Konzern 124
 - Konkurrenzverbot 129, 130, 167, 172, 179, 186
 - Leistungsgegenstand 67
- U**
- Überschuldungsanzeige 846
- Umwandlung
- von Stimmrechtsaktien in Stammaktien 630
 - von Vorzugsaktien in Stammaktien 630
- Unabhängigkeit der Revisionsstelle
siehe Revisionsstelle, Unabhängigkeit
- V**
- Verantwortlichkeit
- Gleichbehandlung 575
 - Loyalitätsbezugsrechte 1075
 - Loyalitätsdividenden 942
 - Loyalitätsoptionen 1404
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1246
 - Organbegriff 840 ff.
 - Schutzrecht 605
- Verbot der Ungleichbehandlung *siehe Gleichbehandlungsgebot*
- Verbot statutarischer Nebenleistungspflichten
- beschränkte Leistungspflicht des Aktionärs 121 ff.
 - Loyalitätsbezugsrechte *siehe dort*
 - Loyalitätsdividenden *siehe dort*
 - Loyalitätsoptionen *siehe dort*
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht *siehe dort*
 - nichtfinanzielle Pflichten 134, 142, 156, 170
 - Unterlassungspflichten 135, 143, 157 f., 171
- Verhaltenskodizes für Investoren *siehe Verhaltensrichtlinien für Investoren*
- Verhaltensrichtlinien für Investoren 231, 235, 517 ff.
- Verhaltensökonomik 615
- Verwaltungsrat
- Aktionärsloyalität 82
 - Anfechtung von Verwaltungsratsbeschlüssen 1075
 - Anfechtungsklage
 - fiduziarisch tätige Verwaltungsratsmitglieder 86
 - Geschäftsführung 94
 - Geschäftsführung, Delegation 283
 - Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmassstab für den Verwaltungsrat *siehe Gesellschaftsinteresse*

- Loyalitätsbezugsrechte 1015 f., 1053 f., 1073, 1085, 1090, 1121, 1135, 1165
 - Loyalitätsdividenden 837, 845f., 910, 994ff.
 - Loyalitätsoptionen 1349 ff., 1378, 1388 f., 1402, 1414, 1418, 1462, 1505
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1186f., 1188, 1212, 1222f., 1227, 1256, 1260, 1289, 1338
 - Nominierung 690 ff.
 - Sachlichkeitsgebot 569
 - Treuepflicht 40, 69, 98, 112, 289
- Vinkulierung
- Ablehnung 677
 - börsenkotierter Namenaktien *siehe börsenkotierte Aktiengesellschaften*
 - Liquidität 686
 - Loyalitätsbezugsrechte 1024
 - Loyalitätsdividenden 725, 829
 - Loyalitätsoptionen 1359, 1411
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht 1195
 - Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre 678 ff., 706
 - Prozentvinkulierung zugunsten langfristig beteiligter Aktionäre, Liquidität 686
 - Sachlichkeitsgebot 570
 - Umschreibung 677

- Volatilität
- Einfluss auf Verhalten der Geschäftsleitungsmitglieder 366
 - Loyalitätsdividenden 649, 899
 - Loyalitätsoptionen 675
 - Loyalitätsstimmrechte 643
 - Ursachen 417
- Vorwegzeichnungsrecht
- Aktionär ohne Stimmrecht 1254
 - Bedeutung 1203, 1350
 - Beschränkung 1229, 1178, 1315, 1329
 - Einschränkung *siehe Vorwegzeichnungsrecht, Beschränkung*
 - Entzug 1223, 1236
 - Erhöhung aus bedingtem Kapital 1181, 1183, 1203
 - Genussscheininhaber 1191, 1194
 - Loyalitätsvorwegzeichnungsrecht *siehe dort*
 - Partizipanten *siehe dort*
 - Umschreibung 1181
- Vorzugsaktien *siehe Loyalitätsaktien, Abgrenzung zu Vorzugsaktien*

W

Wertpapier 80, 831 f.

Z

Zweck der Gesellschaft *siehe Gesellschaftszweck*

Zwischendividende 847

Loyalitätsaktien vermitteln langfristig beteiligten Aktionären bestimmte Privilegien, z.B. eine höhere Dividende. Einzelnen Gesetzgebern und Unternehmen im Ausland zufolge können solche Mittel die punktuell nachteiligen Auswirkungen kurzfristiger Orientierung im Kapitalmarkt («short termism») abfedern. Die Dissertation von Christoph Burckhardt arbeitet unter Berücksichtigung rechtsvergleichender und rechtsökonomischer Aspekte heraus, dass mit bestimmten Arten von Loyalitätsaktien und entsprechenden Loyalitätsoptionen langfristige Aktionärsbeteiligungen gefördert und begünstigt werden können. Und sie zeigt anhand von Muster-Statutenbestimmungen auf, wie Aktiengesellschaften diese Konzepte nach der jüngsten Aktienrechtsrevision in die Praxis umsetzen können. Damit richtet sich die Arbeit insbesondere an Praktiker des Wirtschaftsrechts, Treuhänder, Verwaltungsräte und Investoren.

ISBN 978-3-03891-504-1



9 783038 915041