



Bern, 15. Februar 2023

---

## **Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»**

**Bericht des Bundesrates  
in Erfüllung des Postulates 18.4092,  
Kommission für Rechtsfragen SR, 16. Oktober  
2018**

---

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Ausgangslage .....</b>	<b>4</b>
1.1	Loyalitätsaktien.....	4
1.2	Aktienrechtsrevision .....	4
1.3	Das Postulat 18.4092 Auswirkungen von «Loyalitätsaktien» .....	5
1.4	Vorgehen zur Erfüllung des Postulates .....	5
<b>2</b>	<b>Externe Gutachten .....</b>	<b>5</b>
2.1	Juristische Abklärung .....	5
2.1.1	Auftragnehmerin und Auftrag .....	5
2.1.2	Bericht und Empfehlungen der Auftragnehmerin 1.....	6
2.1.2.1	Rechtsvergleichende Analyse (III. Droit comparé).....	6
2.1.2.2	Überprüfung der Gesetzesbestimmungen (IV. Analyse) .....	6
2.1.2.3	Mögliche Alternativen (V. Alternatives possibles) .....	7
2.2	Regulierungsfolgenabschätzung (RFA).....	8
2.2.1	Auftragnehmerin und Auftrag .....	8
2.2.2	Regulierungsfolgenabschätzung und Empfehlungen der Auftragnehmerin 2.....	8
<b>3</b>	<b>Einzelfragen des Postulates .....</b>	<b>10</b>
3.1.1	Mögliche Vor- und Nachteile und die Auswirkungen von sogenannten Loyalitätsaktien.....	10
3.1.2	Allfällige Konsequenzen in Situationen wie Sanierung oder Unternehmensnachfolge .....	11
3.1.3	Mögliche Umsetzungsvarianten im schweizerischen Aktienrecht.....	11
<b>4</b>	<b>Würdigung des Bundesrates .....</b>	<b>12</b>
4.1	Ausgangslage.....	12
4.2	Handlungsbedarf.....	12
<b>5</b>	<b>Schlussfolgerung.....</b>	<b>13</b>

## Zusammenfassung

*Mit der Einführung von Loyalitätsaktien soll der kurzfristigen Orientierung von Investoren (Short-Termism) und den damit einhergehenden, befürchteten negativen Konsequenzen auf eine langfristige Strategie von Aktiengesellschaften entgegengewirkt werden. So sollen Loyalitätsaktien dazu führen, dass Aktien über eine längere Dauer gehalten werden, was zu einer gewissen Stabilität der Unternehmen führen und darüber hinaus auch zur Verringerung von sogenannten Dispoaktien beitragen soll.*

*Um langfristige Aktionärsbeteiligungen zu fördern, diskutierte das Parlament im Rahmen der Aktienrechtsrevision (16.077), Aktiengesellschaften künftig die Möglichkeit zu gewähren, Aktionären, die während mehr als zwei Jahren mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen sind, gewisse Vorteile einzuräumen. Mit einem Postulat der Kommission für Rechtsfragen des Ständerats (18.4092 Auswirkungen von «Loyalitätsaktien») wurde der Bundesrat beauftragt, «in einem Bericht die möglichen Vor- und Nachteile und die Auswirkungen von sogenannten Loyalitätsaktien aufzuzeigen (...). Der Bericht soll neben einer Regulierungsfolgenabschätzung überdies rechtsvergleichend darstellen, welche möglichen Umsetzungsvarianten im schweizerischen Aktienrecht allenfalls denkbar wären und inwiefern in diesem Bereich Handlungsbedarf besteht.»*

*Zur Erfüllung dieses Postulats wurden zwei externe Expertinnen mit der Erstellung einer juristischen Abklärung sowie einer Regulierungsfolgenabschätzung beauftragt. Die beiden Expertenberichte zeigen auf, dass die Einführung von Loyalitätsaktien nicht die beabsichtigten Auswirkungen zeigen würde und der Handlungsbedarf nur gering ausfällt. Aus Sicht der Expertinnen ist die Einführung von Loyalitätsaktien nicht bzw. nicht uneingeschränkt zu empfehlen.*

*Nach Konsultation der beiden Expertenberichte und Beantwortung der im Postulat gestellten Einzelfragen sieht sich der Bundesrat in seiner bereits im Rahmen der Aktienrechtsrevision vertretenen Auffassung, den Status quo beizubehalten, bestätigt. Nach Ansicht des Bundesrates ist auf eine Einführung der Möglichkeit, Loyalitätsaktien zu schaffen, zu verzichten.*

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

# 1 Ausgangslage

## 1.1 Loyalitätsaktien

Der Begriff Loyalitätsaktien umfasst Vorzugsrechte<sup>1</sup> (Mitwirkungs- oder Vermögensrechte)<sup>2</sup>, welche an langfristig orientierte Aktionäre gewährt werden können, um diese für ihre Treue zu belohnen.<sup>3</sup> Hintergrund<sup>4</sup> des Anliegens, Loyalitätsaktien einzuführen, bildet das Bestreben, der kurzfristigen Orientierung von Investoren (Short-Termism)<sup>5</sup> und den damit einhergehenden, befürchteten negativen Konsequenzen entgegen zu wirken.<sup>6</sup> So sollen Loyalitätsaktien zu einer gewissen Stabilität der Unternehmen führen und darüber hinaus auch zur Verringerung von sogenannten Dispoaktien<sup>7</sup> beitragen.<sup>8</sup>

## 1.2 Aktienrechtsrevision

Um *langfristige Aktionärsbeteiligungen*<sup>9</sup> zu fördern, diskutierte das Parlament im Rahmen der Aktienrechtsrevision (16.077)<sup>10</sup>, Aktiengesellschaften künftig die Möglichkeit zu gewähren, Aktionären, die während mehr als zwei Jahren mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen sind, gewisse Vorteile einzuräumen. Der Nationalrat (NR) sprach sich in der Sommersession 2018<sup>11</sup> sowie in der Wintersession 2019 für die Schaffung von sogenannten Loyalitätsaktien aus.<sup>12</sup>

Der Entwurf des NR (E-OR) sah vor, dass in den Statuten für Aktien, deren Eigentümer seit mehr als zwei Jahren als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen ist, die folgenden Vorteile vorgesehen werden können:<sup>13</sup>

- *Loyalitätsausgabebetrag*: bis zu 20% tieferer Ausgabebetrag bei Kapitalerhöhungen (Art. 652b Abs. 5 E-OR);
- *Loyalitätsbezugsrechte*: bis zu 20% grösseres Bezugsrecht bei Kapitalerhöhungen (Art. 652b<sup>bis</sup> E-OR);
- *Loyalitätsdividende/-kapitaleinlage*: bis zu 20% höhere Dividendenzahlung oder Rückzahlung von Kapitalreserven (Art. 661a E-OR).<sup>14</sup>

<sup>1</sup> MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, Schweizerisches Gesellschaftsrecht – Mit neuem Firmen- und künftigem Handelsregisterrecht und unter Einbezug der Aktienrechtsreform, Update zur 12. Auflage 2018 – Stand Ende Dezember 2021 von Peter Forstmoser und Marcel Küchler, Internet: [https://www.forstmoser.ch/wp-content/uploads/2022/01/GesR-Update\\_2021-12\\_FINAL.pdf](https://www.forstmoser.ch/wp-content/uploads/2022/01/GesR-Update_2021-12_FINAL.pdf) (Abruf 07.09.2022), N 151d; BURCKHARDT, Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision, in: Müller/Forrer/Zuur (Hrsg.), Das Aktienrecht im Wandel – Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt, Zürich/St. Gallen 2020, S. 369 f.

<sup>2</sup> JENTSCH, Loyalitätsaktien, SJZ 118/2022, S. 267.

<sup>3</sup> VON DER CRONE/MOHASSEB, Stand der Aktienrechtsrevision, AJP/PJA 8/2019, S. 781 ff.

<sup>4</sup> Vgl. für den Kontext der Diskussion auch: Juristische Abklärung, S. 26 ff.

<sup>5</sup> Vgl. für eine Auseinandersetzung mit der Problematik Short-Termism: Bericht RFA, S. 7 ff.

<sup>6</sup> BURCKHARDT, a.a.O., S. 368; JENTSCH, a.a.O., S. 268; Bericht RFA, S. v und 7 ff.

<sup>7</sup> Dispoaktien sind nicht im Aktienbuch eingetragene kotierte Namenaktien, deren Aktionäre somit keine Mitwirkungsrechte ausüben können, aber praxisgemäß eine Dividende erhalten, vlg. Botschaft vom 23. November 2016 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBI 2017 399, S. 440 f.; Juristische Abklärung, S. 3.

<sup>8</sup> Juristische Abklärung, S. 13 f.

<sup>9</sup> Vgl. für den Begriff «langfristige Aktionärsbeteiligungen»: BURCKHARDT, a.a.O., S. 367.

<sup>10</sup> [> Ratsbetrieb > Suche Curia Vista > 16.077.](http://www.parlament.ch)

<sup>11</sup> AB 2018 N 1119 ff.

<sup>12</sup> AB 2019 N 2385 ff.

<sup>13</sup> Vgl. Fahne 2018 II N; 16.077n: N11 D.pdf – Fahne Sommersession 2018 Beschluss Nationalrat.

<sup>14</sup> Fahne 2018 II N; 16.077n: N11 D.pdf – Fahne Sommersession 2018 Beschluss Nationalrat (abrufbar unter: <https://www.parlament.ch/centers/eparl/curia/2016/20160077/N11%20D.pdf>); MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, a.a.O., N 151d; vgl. auch BURCKHARDT, a.a.O., S. 378 f.

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

Der Ständerat (SR) entschied sich hingegen, im Rahmen der Aktienrechtsrevision auf die Einführung von Loyalitätsaktien zunächst zu verzichten.<sup>15</sup> Mit einem Postulat der Kommission für Rechtsfragen des Ständerats (RK-S) (18.4092 Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»)<sup>16</sup> soll der Bundesrat jedoch verpflichtet werden, *die Auswirkungen von «Loyalitätsaktien» aufzuzeigen*.<sup>17</sup> Im Rahmen der Einigungskonferenz wurde schliesslich entschieden, zunächst den Postulatsbericht abzuwarten, bevor Bestimmungen zu Loyalitätsaktien in das Gesetz aufgenommen werden.<sup>18</sup>

### 1.3 Das Postulat 18.4092 Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

Der SR hat das Postulat 18.4092 Auswirkungen von «Loyalitätsaktien» seiner Kommission für Rechtsfragen am 19. Juni 2019 angenommen. Mit diesem Postulat wurde der Bundesrat beauftragt, *«in einem Bericht die möglichen Vor- und Nachteile und die Auswirkungen von sogenannten Loyalitätsaktien aufzuzeigen, wie sie vom Nationalrat während der Sommersession 2018 im Rahmen der Beratung der Aktienrechtsrevision 16.077 beschlossen worden sind. Berücksichtigt werden sollen insbesondere die volkswirtschaftlichen Auswirkungen sowie die allfälligen Konsequenzen, welche diese Loyalitätsaktien in Situationen wie Sanierung oder Unternehmensnachfolge für ein Unternehmen haben könnten, insbesondere abhängig von der vorgesehenen Halbdauer. Der Bericht soll neben einer Regulierungsfolgenabschätzung überdies vergleichend darstellen, welche möglichen Umsetzungsvarianten im schweizerischen Aktienrecht allenfalls denkbar wären und inwiefern in diesem Bereich Handlungsbedarf besteht.»*

Der Bundesrat beantragte die Annahme des Postulates.

### 1.4 Vorgehen zur Erfüllung des Postulates

Angesichts der Komplexität der Aufgabe, welche neben rechtsvergleichenden Aspekten auch volkswirtschaftliche Auswirkungen adressiert, hat das Bundesamt für Justiz, wie das Postulat verlangt, externe Expertinnen mit der Erstellung einer juristischen Abklärung (2.1) sowie einer Regulierungsfolgenabschätzung (RFA) (2.2) beauftragt. Die Expertenberichte dienten als Grundlage für den Postulatsbericht des Bundesrates.

## 2 Externe Gutachten

### 2.1 Juristische Abklärung<sup>19</sup>

#### 2.1.1 Auftragnehmerin und Auftrag

Das Bundesamt für Justiz beauftragte im Oktober 2021

Frau Prof. Dr. iur. Isabelle Chaboz Waidacher, Universität Freiburg (nachfolgend Auftragnehmerin 1 genannt)

mit der Erstellung eines Gutachtens.

<sup>15</sup> AB 2019 S 497.

<sup>16</sup> Das Postulat ist abrufbar unter: [www.parlament.ch](http://www.parlament.ch) > Ratsbetrieb > Suche Curia Vista > 18.4092.

<sup>17</sup> Medienmitteilung (Bern) RK-S BEENDET BERATUNGEN ZUM AKTIENRECHT (abrufbar unter: <https://www.parlament.ch/press-releases/Pages/2018/mm-rk-s-2018-11-07.aspx>).

<sup>18</sup> AB 2020 N 984 (Keller-Sutter Karin); vgl. für die Gesetzgebungsarbeiten: Juristische Abklärung, S. 7 ff.

<sup>19</sup> Die juristische Abklärung (Rapport relatif au postulat 18.4092 « actions de loyauté ») ist abrufbar unter: [www.bj.ad-min.ch](http://www.bj.ad-min.ch).

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

Entsprechend dem Auftrag hat der Schlussbericht eine rechtsvergleichende Analyse der unterschiedlichen gesetzlichen Regelungen in der Europäischen Union (EU), Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien sowie im Bundesstaat der Vereinigten Staaten von Amerika Delaware (III. Droit comparé)<sup>20</sup>, eine Überprüfung der Gesetzesbestimmungen, wie sie vom Nationalrat während der Sommersession 2018 im Rahmen der Beratung der Aktienrechtsrevision beschlossen worden sind (IV. Analyse)<sup>21</sup> und die Entwicklung möglicher Alternativen (V. Alternatives possibles)<sup>22</sup> zum Gegenstand.

### 2.1.2 Bericht und Empfehlungen der Auftragnehmerin 1

Die Auftragnehmerin 1 **rät von der Einführung von Loyalitätsaktien**, wie sie vom Nationalrat beschlossen worden sind, **ab**. Auch wenn die Haltedauer von Aktien kürzer geworden sei, habe die grosse Mehrheit der börsenkotierten Schweizer Unternehmen ein konzentriertes und damit grundsätzlich stabiles Aktionariat. Für Unternehmen mit einem gestreuten Aktienbesitz werde es schwierig sein, eine Aktionärsmehrheit zu finden, um die entsprechenden Statutengrundlagen für Loyalitätsaktien zu schaffen. Möglicherweise könnten Loyalitätsaktien zur Reduktion von Dispoaktien beitragen. Insofern Dispoaktien kein echtes Problem in der Schweiz darstellen, bestehe diesbezüglich die Möglichkeit, auf die Einführung von Loyalitätsaktien im Gesetz zu verzichten.<sup>23</sup>

#### 2.1.2.1 Rechtsvergleichende Analyse (III. Droit comparé)

In einer rechtsvergleichenden Studie zeigt die Auftragnehmerin 1 auf, dass die meisten Länder, die eine Belohnung von treuen Aktionären zulassen, dies durch die Gewährung eines doppelten Stimmrechts tun (Frankreich, Spanien, Italien und Belgien). In der Praxis seien es vor allem Unternehmen mit einem kontrollierenden Aktionär, die Aktien mit doppeltem Stimmrecht eingeführt hätten. Weiter sähen Frankreich und Italien zusätzlich zum doppelten Stimmrecht die Möglichkeit einer Treuedividende vor, um börsenkotierten Unternehmen zu erlauben, ihre Kleinaktionäre (maximal 0,5% des Aktienkapitals) zu belohnen. Die Erhöhung der Dividende dürfe maximal 10% betragen. Derzeit hätten nach dem Wissen der Auftragnehmerin 1 sechs französische Unternehmen<sup>24</sup> von der Möglichkeit, Treuedividenden einzuführen, Gebrauch gemacht. In Italien sei die erhöhte Dividende 2010 eingeführt worden, um die Richtlinie (EU) 2007/36/EG umzusetzen und langfristige Aktienbesitzverhältnisse zu fördern. Jedoch scheine keine börsenkotierte italienische Gesellschaft diese Möglichkeit zu nutzen.<sup>25</sup>

#### 2.1.2.2 Überprüfung der Gesetzesbestimmungen (IV. Analyse)

Der Wille, Aktionäre zu einem langfristigen Engagement im Unternehmen zu ermutigen, beruhe auf der Annahme, dass Aktionäre mit einer kurzfristigen Anlagestrategie einen negativen Einfluss auf die (nachhaltige) Unternehmensführung haben (Problem des Short-Termism). In einer kurzen empirischen und logischen Überprüfung dieser Grundannahme hält die Auftragnehmerin 1 fest, dass zwar der negative Einfluss spekulativer Aktionäre auf das nachhaltige Management börsenkotierter Unternehmen empirisch als erwiesen scheine (unter Verweis auf den Bericht RFA), dies jedoch

<sup>20</sup> Juristische Abklärung, S. 14 ff.

<sup>21</sup> Juristische Abklärung, S. 26 ff.

<sup>22</sup> Juristische Abklärung, S. 37 ff.

<sup>23</sup> Juristische Abklärung, S. 4 f.

<sup>24</sup> In Frankreich bestehen mehrere hundert börsenkotierte Unternehmen.

<sup>25</sup> Juristische Abklärung, S. 3 f. und 14 ff.

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

sicherlich nicht der einzige Faktor sei, der einige Manager dazu veran lasse, eine kurzfristige Strategie zu bevorzugen.<sup>26</sup> Die Tatsache, dass ein Investor eine kurzfristige Anlagestrategie verfolge, bedeute nicht, dass dieser nicht die langfristig profitabelste Unternehmensstrategie unterstütze.<sup>27</sup>

Das Schweizer Recht erlaube es börsenkotierten Gesellschaften bereits, ihren Aktionären Stimmrechtsaktien (Verhältnis 1:10) und Vorzugsaktien (Vermögensprivilegien) zu gewähren. Diese mitgliedschafts- und vermögensrechtlichen Privilegien seien nicht mit den Aktionären, sondern mit den Aktien verbunden. Daher sei es nach Schweizer Recht möglich, mehrere Aktienkategorien zu haben, um die Gründer zu begünstigen und eine mögliche Übernahme zu verhindern. Andererseits sei es nach Schweizer Recht nicht erlaubt, die Aktionäre innerhalb einer Aktienkategorie unterschiedlich zu behandeln. Gemäss der Literatur seien hingegen Loyalitätsoptionen und die Möglichkeit, mittels einer Vinkulierungsbestimmung eine erhöhte prozentmässige Begrenzung für die Eintragung als Aktionär mit Stimmrecht in den Statuten vorzusehen (unter Verweis auf Art. 685d OR), bereits zulässig.<sup>28</sup>

Die vom NR vorgeschlagenen Bestimmungen würden deutlich über das hinausgehen, was im Ausland teilweise praktiziert wird. Kein Land erlaube einen niedrigeren Ausgabepreis oder gewähre vorrangige Zeichnungsrechte. Dies sei nicht verwunderlich, da solche Privilegien nicht geeignet seien, das angestrebte Ziel zu erreichen und daher zu einer ungerechtfertigten Ungleichbehandlung führen würden.<sup>29</sup> Das Hauptproblem des Vorschlags des NR sieht die Auftragnehmerin 1 darin, dass er es der Gesellschaft überlässt, festzulegen, dass nur Aktionäre, die eine bestimmte Beteiligung nicht überschreiten, in den Genuss dieser Vorteile kommen können. Dies bedeute, dass eine Gesellschaft theoretisch auch beschliessen könne, ihrem kontrollierenden Aktionär diese Privilegien zu gewähren und damit die Position der Minderheitsaktionäre zu verschlechtern.<sup>30</sup>

### 2.1.2.3 Mögliche Alternativen (V. Alternatives possibles)

Die Auftragnehmerin 1 sieht aufgrund dessen, dass der Grossteil der börsenkotierten Schweizer Unternehmen ein konzentriertes Aktionariat aufweise, keinen Handlungsbedarf mit dem Ziel, das Aktionariat zu stabilisieren. Nach ihrer Ansicht ist der Schutz von Minderheitsaktionären hingegen die eigentliche Herausforderung für diese Gesellschaften. Auch bestehe bereits die Möglichkeit, treue Aktionäre durch das Angebot von Gratisaktien zu belohnen, wobei nach dem Wissen der Auftragnehmerin 1 kein einziges Unternehmen von dieser Möglichkeit Gebrauch mache. Folge man der anlässlich der Aktienrechtsrevision geäusserten Auffassung des Bundesrates (Botschaft vom 23. November 2016 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), wonach Dispoaktien «*letztendlich mit ein Preis für die gewünschte leichte Handelbarkeit der börsenkotierten Namenaktien und des Bankkundengeheimnisses*» sind, bestehe ebenfalls kein gesetzgeberischer Handlungsbedarf zur Lösung dieses Problems.<sup>31</sup>

<sup>26</sup> Juristische Abklärung, S. 27 ff.

<sup>27</sup> Juristische Abklärung, S. 29.

<sup>28</sup> Juristische Abklärung, S. 4 und 30 ff.

<sup>29</sup> Juristische Abklärung, S. 4.

<sup>30</sup> Juristische Abklärung, S. 4 und 33 ff.

<sup>31</sup> Juristische Abklärung, S. 4 und 37.

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

Die von der Auftragnehmerin 1 vorgeschlagenen Alternativen werden nachfolgend unter der Ziffer 3.1.3 dargelegt.

### 2.2 Regulierungsfolgenabschätzung (RFA)<sup>32</sup>

#### 2.2.1 Auftragnehmerin und Auftrag

Das Bundesamt für Justiz beauftragte im Dezember 2021

die BSS Volkswirtschaftliche Beratung AG, in Basel (nachfolgend Auftragnehmerin 2 genannt)

mit der Erstellung einer RFA.

Die Auftragnehmerin 2 verfolgt das Ziel, mittels ihrer Studie<sup>33</sup> die Auswirkungen der Einführung von Loyalitätsanreizen aufzuzeigen und mögliche Vor- und Nachteile zu identifizieren. Untersuchungsgegenstand sind die Loyalitätsanreize, die vom NR in der Sommersession 2018 beschlossen worden sind. In einer RFA sollen die Auswirkungen auf die Bereiche Wirtschaft, Gesellschaft und Umwelt untersucht werden.<sup>34</sup> Die Untersuchung der Auftragnehmerin 2 beschränkt sich auf börsenkotierte Gesellschaften.<sup>35</sup>

#### 2.2.2 Regulierungsfolgenabschätzung und Empfehlungen der Auftragnehmerin 2

Im Bericht wird zunächst die zu prüfende Massnahme beschrieben (Ziffer 2).<sup>36</sup> Nach der detaillierten Analyse der RFA-Prüfpunkte (Ziffern 3 bis 7)<sup>37</sup> im Hauptteil der Studie umfasst die abschliessende Synthese (Ziffer 8)<sup>38</sup> die Zusammenfassung sowie die Empfehlungen der Auftragnehmerin 2.

Die Auftragnehmerin 2 kann auf Basis ihrer Untersuchungen **keine uneingeschränkte Empfehlung für eine Ermöglichung von Loyalitätsaktien abgeben**. Es bestehe keine Notwendigkeit einer Einführung von Loyalitätsaktien und es seien insgesamt nur geringfügige Auswirkungen zu erwarten – sowohl positiv als auch negativ. Damit spreche eigentlich nichts dagegen, diese Option den Unternehmen offen zu lassen, auch wenn die effektive Anwendung und ihre Wirksamkeit fraglich seien.<sup>39</sup>

Zur **Notwendigkeit und Möglichkeit staatlichen Handelns (RFA-Prüfpunkt 1)** führt die Auftragnehmerin 2 aus, dass das Problem des Short-Termism aktuell in der Schweiz kein übergeordnetes Problem darstelle, in der Theorie aber plausibel dargestellt und empirisch belegt sei.<sup>40</sup> Vor diesem Hintergrund und angesichts der nach geltendem Recht fehlenden Möglichkeit, Loyalitätsaktien einzuführen<sup>41</sup> bzw. der bestehenden hohen Rechtsunsicherheit bei der Einführung von Loyalitätsaktien sieht die

<sup>32</sup> Der Bericht RFA (Bericht RFA Auswirkungen von Loyalitätsaktien) ist abrufbar unter: [www.bj.admin.ch](http://www.bj.admin.ch).

<sup>33</sup> Vgl. für die angewendeten Methoden Bericht RFA, S. 1 f.

<sup>34</sup> Bericht RFA, S. 1.

<sup>35</sup> Bericht RFA, S. v und 3.

<sup>36</sup> Bericht RFA, S. 2 ff.

<sup>37</sup> Bericht RFA, S. 7 ff.

<sup>38</sup> Bericht RFA, S. 39 ff.

<sup>39</sup> Bericht RFA, S. viii und 42.

<sup>40</sup> Bericht RFA, S. 10 ff.

<sup>41</sup> Vgl. auch: Juristische Abklärung, S. 32.

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

Auftragnehmerin 2 **einen grundsätzlichen Handlungsbedarf für bestätigt, dieser sei jedoch nicht besonders gross oder dringlich.**<sup>42</sup>

Unter dem Prüfpunkt **Alternative Handlungsoptionen (RFA-Prüfpunkt 2)** hält die Auftragnehmerin 2 fest, dass keine alternativen Regelungsinstrumente ausfindig gemacht werden konnten. Jedoch zieht die Auftragnehmerin 2 zwei alternative Regelungsinhalte in Betracht (vgl. nachfolgend Ziffer 3.1.3).<sup>43</sup>

Die **Auswirkungen auf die gesellschaftlichen Gruppen (RFA-Prüfpunkt 3)** einer rechtlichen Ermöglichung von Loyalitätsaktien schätzt die Auftragnehmerin 2 als gering ein. Dies, weil ihrer Ansicht nach nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden (niedrige Diffusion) und sie Loyalitätsaktien ein niedriges Lenkungspotential zuschreibt.<sup>44</sup>

Die **Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft (RFA-Prüfpunkt 4)** schätzt die Auftragnehmerin 2 insgesamt als **gering** ein. Aufgrund der Erwartung, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden, und dem als nicht nennenswert beurteilten Einfluss von Loyalitätsmassnahmen auf Investoren mit kurzem Anlagehorizont könnten Loyalitätsaktien dem Short-Termism der Aktienmärkte und damit der kurzen Haltedauer von Aktien nur geringfügig entgegenwirken. Zwar werde eine Verlagerung der Investitionstätigkeit aktiv verwalteter Fonds von Unternehmen ohne Loyalitätsaktien auf solche mit Loyalitätsaktien vermutet. Somit verändere sich die Haltedauer einzelner Titel, ohne dass sich die allgemeine Haltedauer verlängere. Aus den gleichen Gründen werde auch nur eine niedrige Auswirkung auf die Liquidität erwartet. Des Weiteren werde auf Basis wirtschaftstheoretischer Überlegungen und den Rückmeldungen der befragten Fachleute und Unternehmensvertreterinnen von einer ebenfalls geringen Unterstützungswirkung betreffend die Investition in soziale und ökologische Nachhaltigkeit sowie in Innovationen und Technologien, die das langfristige Wachstum eines Unternehmens stärken, ausgegangen. Loyalitätsaktien allein würden vermutlich nicht zu einer nachhaltigeren Unternehmensführung führen. Denn allein eine längere Haltedauer bedeute nicht zwangsläufig, dass Unternehmen mehr in Nachhaltigkeit, Innovationen und Technologien investieren würden. Dies sei primär eine Frage der guten Unternehmensführung und Corporate Governance. Aber die Einführung von Loyalitätsaktien müsse nicht zwangsläufig zu einer Verbesserung der Corporate Governance führen.<sup>45</sup>

Betreffend die **Zweckmässigkeit im Vollzug (RFA-Prüfpunkt 5)** führt die Auftragnehmerin 2 aus, dass sich die Massnahme dank der vorgesehenen Freiwilligkeit durch eine niedrige Eingriffstiefe in den freien Markt auszeichne. Zudem seien die Vollzugskosten für die öffentliche Hand nahezu inexistent. Auch die Regulierungskosten seien vernachlässigbar, da sie nur bei Unternehmen entstehen würden, welche sich aktiv für die Einführung von Loyalitätsaktien entscheiden würden. Allerdings sei die Massnahme wenig zielgerichtet. Bei denjenigen, bei denen sie am meisten wirken

<sup>42</sup> Bericht RFA, S. v f., 16 f. und 39.

<sup>43</sup> Bericht RFA, S. vi, 18 ff. und 39.

<sup>44</sup> Bericht RFA, S. vi f., 20 ff. und 40.

<sup>45</sup> Bericht RFA, S. vii f., 34 ff. und 40 f.

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

solle (Aktionäre und Investoren mit einem kurzen Anlagehorizont), dürfte sie nach Ansicht der Auftragnehmerin 2 am wenigsten wirken.<sup>46</sup>

### 3 Einzelfragen des Postulates

Die im Postulat genannten Einzelfragen können gemäss den Expertenberichten wie folgt beantwortet werden:

#### 3.1.1 Mögliche Vor- und Nachteile und die Auswirkungen von sogenannten Loyalitätsaktien

Sowohl der Bericht der Auftragnehmerin 1 als auch die RFA der Auftragnehmerin 2 betonen das **Risiko der Benachteiligung von Minderheitsaktionären** im Falle einer Einführung von Loyalitätsaktien, wie sie vom Nationalrat beschlossen wurden.<sup>47</sup> Als **weitere Nachteile** werden insbesondere die ungerechtfertigte Ungleichbehandlung der Aktionäre innerhalb einer Aktienkategorie, eine verringerte Transparenz, die Verringerung des Aktienwertes und der -liquidität, erschwerete Sanierungsbedingungen<sup>48</sup>, das fehlende Interesse der Unternehmen an der Einführung der Massnahme<sup>49</sup> und deren geringes Lenkungspotential und somit die niedrige Wirksamkeit genannt. Es werde nicht davon ausgegangen, dass die Einführung von Loyalitätsaktien einen Einfluss auf Investoren mit einer kurzen Haltedauer haben würde. Zudem führe eine verlängerte Haltedauer nicht automatisch zu einer Förderung der Nachhaltigkeit.<sup>50</sup>

Als **Vorteile** werden in der RFA die niedrige Eingriffstiefe aufgrund der vorgesehenen Freiwilligkeit der Einführung von Loyalitätsaktien sowie die Schaffung der Möglichkeit für Unternehmen zu experimentieren und zu innovieren aufgeführt.<sup>51</sup> Zudem seien kaum negative Auswirkungen zu erwarten (sofern dem Risiko der Benachteiligung von Minderheitsaktionären vorgebeugt werde).<sup>52</sup> Schliesslich weisen beide Expertenberichte auf die Möglichkeit hin, mittels Loyalitätsaktien den Bestand von Dispoaktien zu reduzieren.<sup>53</sup>

**Nach Ansicht des Bundesrates** werden die genannten Nachteile von Loyalitätsaktien in den Expertenberichten nachvollziehbar dargelegt. Loyalitätsaktien führen darüber hinaus voraussichtlich nicht zu den erwünschten positiven Auswirkungen<sup>54</sup> und zu Schwierigkeiten bei der konkreten Umsetzung durch die Unternehmen<sup>55</sup>. Auf eine Regelung der Dispoaktien wurde bereits im Rahmen der Aktienrechtsrevision verzichtet;<sup>56</sup> eine Einführung von Loyalitätsaktien zur Reduktion von Dispoaktien drängt sich mangels Handlungsbedarfes nicht auf und wäre überschiessend. Für den Bundesrat ist folglich nicht ersichtlich, welcher klar erkennbare Nutzen durch die Einführung der Möglichkeit, Loyalitätsaktien zu schaffen, Aktiengesellschaften und der Gesamtwirtschaft entstehen würde.

<sup>46</sup> Bericht RFA, S. viii, 37 ff. und 41.

<sup>47</sup> Juristische Abklärung, S. 4 und 33 f.; Bericht RFA, S. vii, 32 und 42.

<sup>48</sup> Juristische Abklärung, S. 4 und 34 ff.

<sup>49</sup> Juristische Abklärung, S. 36 f.; Bericht RFA, S. 26 f. und 42.

<sup>50</sup> Bericht RFA, S. vi ff., 27 ff. und 42.

<sup>51</sup> Bericht RFA, S. 28 f., 37 und 42.

<sup>52</sup> Bericht RFA, S. viii und 42.

<sup>53</sup> Juristische Abklärung, S. 4 f.; Bericht RFA, S. 29.

<sup>54</sup> Bericht RFA, S. vi ff., 27 ff. und 42.

<sup>55</sup> Juristische Abklärung, S. 36 f.

<sup>56</sup> Botschaft vom 23. November 2016 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBI 2017 399, S. 446; Juristische Abklärung, S. 9.

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

### 3.1.2 Allfällige Konsequenzen in Situationen wie Sanierung oder Unternehmensnachfolge

Gemäss der Auftragnehmerin 1 sei ein **Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten** gut beraten, Loyalitätsaktien aus den Statuten zu streichen, um neue Investoren anziehen zu können. Im Falle einer Einführung von Loyalitätsaktien sei zudem eine gesetzliche Regelung zu empfehlen, wonach die Vorzugsrechte ex lege entfallen würden, wenn sich die Gesellschaft gemäss dem neuen Artikel 725a Obligationenrecht (OR)<sup>57</sup>, der am 1. Januar 2023 in Kraft getreten ist, in einer Situation des Kapitalverlusts befände.<sup>58</sup> Die Auftragnehmerin 2 hingegen erwartet keine relevanten Effekte im Falle einer Sanierung. In erster Linie seien die Erfolgsaussichten des Sanierungsplans für das Halten der Aktien entscheidend.<sup>59</sup>

Beide Expertenberichte erachten es als erforderlich, für den Fall der **Unternehmensnachfolge** eine Regelung zu schaffen bzw. klarzustellen, dass diese keine Auswirkungen auf Loyalitätsprivilegien habe.<sup>60</sup> Die Auftragnehmerin 2 schränkt diesbezüglich aber ein, dass davon im Wesentlichen nicht-börsenkotierte Unternehmen betroffen wären, welche nach Ansicht der Auftragnehmerin 2 ohnehin von den Regelungen betreffend die Loyalitätsaktien auszuschliessen seien.<sup>61</sup>

Der Bundesrat teilt die Einschätzung der Auftragnehmerinnen. Im Falle einer Einführung von Loyalitätsaktien müssten Situationen wie Sanierung oder Unternehmensnachfolge in der Gesetzgebung mit einer Sonderregelung berücksichtigt werden.

### 3.1.3 Mögliche Umsetzungsvarianten im schweizerischen Aktienrecht

Wenn der Gesetzgeber börsenkotierten Gesellschaften eine solche Möglichkeit einräumen wolle, käme nach Ansicht der Auftragnehmerin 1 einzig die Einführung der Loyalitätsdividende/-kapitaleinlage in Betracht (vgl. vorstehend Ziffer 1.2), wobei jedoch eine Beteiligungsgrenze am Aktienkapital im Gesetz vorgesehen oder ein wirksamer Mechanismus zum Schutz von Minderheitsaktionären geschaffen werden müsse. Wenn das Ziel darin bestehe, die Anzahl der Dispoaktien zu reduzieren, sollte die Beteiligungsgrenze an die erste Schwelle angepasst werden, die im Börsenrecht die Meldepflicht auslöst (derzeit 3%).<sup>62</sup>

Die Auftragnehmerin 2 zieht zwei alternative Regelungsinhalte in Betracht: Zum einen eine Variante mit gesetzlich festgelegter Obergrenze des Aktienanteils am Aktienkapital für die Berechtigung zu den Loyalitätsprivilegien (Schutz der Minderheitsaktionäre) und zum anderen eine Beschränkung auf die Loyalitätsdividenden.<sup>63</sup>

Wird die Frage nach einer möglichen Umsetzungsvariante im schweizerischen Aktienrecht für sich betrachtet, ohne weitere Aspekte miteinzubeziehen, ist nach Ansicht des Bundesrates die Loyalitätsdividende bzw. -kapitaleinlage den weiteren Formen von Loyalitätsaktien vorzuziehen. Dem Konzept der Loyalitätsdividende steht die

<sup>57</sup> Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911, SR 220.

<sup>58</sup> Juristische Abklärung, S. 4 und 36.

<sup>59</sup> Bericht RFA, S. vii und 32 f.

<sup>60</sup> Juristische Abklärung, S. 4 und 36.

<sup>61</sup> Bericht RFA, S. vii und 33.

<sup>62</sup> Juristische Abklärung, S. 4, 33 ff. und 37 ff.; vgl. für die ausformulierten Gesetzesbestimmungen: Juristische Abklärung, S. 37 ff.

<sup>63</sup> Bericht RFA, S. vi, 19 f. und 39.

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

Lehre weniger kritisch gegenüber<sup>64</sup> und bei deren Ausgestaltung könnte auch der Schutz von Minderheitsaktionären berücksichtigt werden<sup>65</sup>.

# 4 Würdigung des Bundesrates

## 4.1 Ausgangslage

Der Auftrag des Parlaments an den Bundesrat lautete, in einem Bericht die möglichen Vor- und Nachteile und die Auswirkungen von sogenannten Loyalitätsaktien aufzuzeigen. Neben einer Regulierungsfolgenabschätzung soll der Bericht überdies rechtsvergleichend darstellen, welche möglichen Umsetzungsvarianten im schweizerischen Aktienrecht allenfalls denkbar wären und inwiefern in diesem Bereich Handlungsbedarf besteht.

Die beiden Expertenberichte zeigen auf, dass die Einführung von Loyalitätsaktien, wie sie vom Nationalrat während der Sommersession 2018 im Rahmen der Beratung der Aktienrechtsrevision 16.077 beschlossen worden sind, nicht die beabsichtigten Auswirkungen zeigen würde und der Handlungsbedarf nur gering ausfällt. Aus Sicht der Expertinnen ist die Einführung von Loyalitätsaktien nicht<sup>66</sup> bzw. nicht uneingeschränkt<sup>67</sup> zu empfehlen.

## 4.2 Handlungsbedarf

Wie die Tendenz der weltweit kontinuierlichen Verkürzung der durchschnittlichen Haltedauer von Aktien zu erklären ist, ist umstritten. Neben dem verstärkten Auftreten von Aktionären, welche eine kurzfristige und gewinnorientierte Strategie verfolgen, wird unter anderem auch der technische Fortschritt als Erklärung genannt.<sup>68</sup> Unklar ist darüber hinaus auch, ob das Verfolgen kurzfristiger Strategien bzw. eine kurze Haltedauer tatsächlich negative Auswirkungen hat<sup>69</sup> und welche Konsequenzen damit einhergehen.<sup>70</sup>

Es besteht Einigkeit dahingehend, dass die Problematik der kurzfristigen Anlagestrategie von Investoren in der Schweiz aufgrund des mehrheitlich konzentrierten Aktienniariats weniger stark ausgeprägt ist. Diese Annahme wird von der Mehrheit im Rahmen der RFA befragten Unternehmensvertreter bestätigt.<sup>71</sup> Des Weiteren ist die Einführung von Loyalitätsaktien für Unternehmen, bei welchen die kurzfristige Orientierung von Investoren tendenziell ein grösseres Problem darstellt, vergleichsweise wenig wahrscheinlich und das Verhalten der eigentlichen Adressaten von Loyalitätsaktien – der kurzfristig orientierten Aktionäre – wird durch die Einführung von Loyalitätsprivilegien am geringsten beeinflusst. Darüber hinaus bietet das aktuelle Recht bereits Möglichkeiten, bestimmte Aktionäre zu privilegieren.<sup>72</sup>

<sup>64</sup> JENTSCH, a.a.O., S. 278 f.

<sup>65</sup> Juristische Abklärung, S. 37 ff.; Bericht RFA, S. 20, 39.

<sup>66</sup> Juristische Abklärung, S. 4 f.

<sup>67</sup> Bericht RFA, S. viii und 42.

<sup>68</sup> Juristische Abklärung, S. 3 und 28 f.; Bericht RFA, S. 14 f.

<sup>69</sup> Juristische Abklärung, S. 16 und 29; Bericht RFA, S. 10 ff.

<sup>70</sup> JENTSCH, a.a.O., S. 268.

<sup>71</sup> Bericht RFA, S. 14 f.

<sup>72</sup> Vgl. auch juristische Abklärung und Bericht RFA.

## Bericht des Bundesrates Auswirkungen von «Loyalitätsaktien»

In der vorliegenden rechtsvergleichenden Studie der Auftragnehmerin 1 wurden bewusst Rechtsordnungen untersucht, in welchen eine Belohnung von treuen Aktionären gesetzlich vorgesehen ist. Loyalitätsaktien sind jedoch global betrachtet nicht weit verbreitet. Und in jenen Ländern, wo erhöhte Dividenden möglich sind, machen die Unternehmen nur sehr wenig bzw. keinen Gebrauch von dieser Möglichkeit.<sup>73</sup>

Schliesslich ist auch zu berücksichtigen, dass die Thematik der Dispoaktien bereits im Rahmen der Aktienrechtsrevision diskutiert wurde und auf eine gesetzliche Regelung im Entwurf 2016 verzichtet wurde. Dies mit der Begründung, dass diese «*letztendlich mit ein Preis für die gewünschte leichte Handelbarkeit der börsenkotierten Namenaktien und des Bankkundengeheimnisses*» sind.<sup>74</sup>

Vor diesem Hintergrund sowie der Tatsache, dass von Seiten der betroffenen Unternehmen kein Bedürfnis eruiert wird, Loyalitätsaktien einführen zu dürfen, sieht der Bundesrat **keinen Handlungsbedarf**. Dem Bundesrat ist es ein Anliegen, dass keine Gesetzgebungsprojekte lanciert werden, ohne dass der entsprechende Handlungsbedarf erwiesen ist.

## 5 Schlussfolgerung

Nach Konsultation der beiden Expertenberichte und Beantwortung der im Postulat gestellten Einzelfragen sieht sich der Bundesrat in seiner bereits im Rahmen der Aktienrechtsrevision vertretenen Auffassung, den Status quo beizubehalten,<sup>75</sup> bestätigt.

Nach Ansicht des Bundesrates ist auf eine **Einführung der Möglichkeit für Aktiengesellschaften, Loyalitätsaktien zu schaffen, zu verzichten**.

---

<sup>73</sup> Juristische Abklärung, S. 4 und 22 ff.

<sup>74</sup> Botschaft vom 23. November 2016 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBI 2017 399, S. 446; Juristische Abklärung, S. 9.

<sup>75</sup> AB 2019 N 2386 f. (Keller-Sutter Karin).