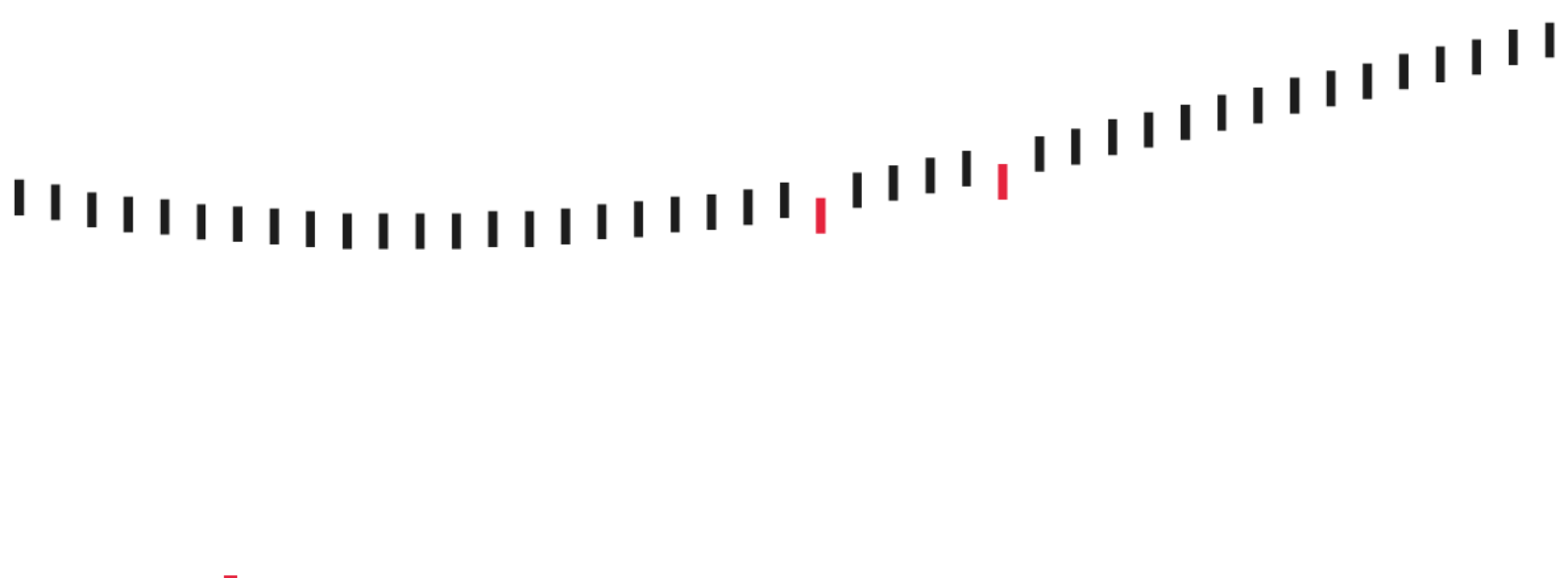


**Bericht**

# **RFA Auswirkungen von Loyalitätsaktien**

**Basel | 29.06.2022**



# **Impressum**

## **RFA Auswirkungen von Loyalitätsaktien**

Bericht

29.06.2022

**Auftraggeberin:** Bundesamt für Justiz (BJ)

**Autorinnen/Autoren:** Niclas Meyer, Mirjam Suri, Philia Heuberger

BSS Volkswirtschaftliche Beratung AG

Aeschengraben 9

4051 Basel

T +41 61 262 05 55

contact@bss-basel.ch

[www.bss-basel.ch](http://www.bss-basel.ch)

© 2022 BSS Volkswirtschaftliche Beratung AG

# Inhalt

<b>Tabellen .....</b>	<b>iv</b>
<b>Abbildungen.....</b>	<b>iv</b>
<b>Zusammenfassung.....</b>	<b>v</b>
<b>1. Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Ausgangslage.....	1
1.2 Ziele der Studie .....	1
1.3 Methodik.....	1
<b>2. Beschrieb der Massnahme .....</b>	<b>2</b>
2.1 Eckwerte.....	2
2.2 Varianten von Loyalitätsaktien.....	3
<b>3. Prüfpunkt 1: Notwendigkeit und Möglichkeit staatlichen Handelns .....</b>	<b>7</b>
3.1 Welches Problem soll mit Loyalitätsaktien adressiert werden? .....	7
3.2 Handlungsziele.....	15
3.3 Möglichkeiten unter geltendem Recht .....	16
3.4 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 1.....	16
<b>4. Prüfpunkt 2: Alternative Handlungsoptionen .....</b>	<b>18</b>
4.1 Alternative Regelungsinstrumente.....	18
4.2 Alternative Regelungsinhalte.....	19
4.3 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 2.....	20
<b>5. Prüfpunkt 3: Auswirkungen auf gesellschaftliche Gruppen .....</b>	<b>20</b>
5.1 Definition der zu prüfenden Szenarien .....	21
5.2 Potentiell betroffene Akteure – Relevanzanalyse.....	21
5.3 Wirkungsmodell.....	24
5.4 Auswirkungen auf börsennotierte Unternehmen.....	25
5.5 Auswirkungen auf die Investorinnen und Aktionäre.....	29
5.6 Auswirkungen im Kontext von Sanierungen oder Unternehmensnachfolgen .....	32
5.7 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 3.....	33
<b>6. Prüfpunkt 4: Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft .....</b>	<b>34</b>
6.1 Auswirkungen auf den Finanzmarkt .....	34
6.2 Auswirkungen auf Innovationen, Technologien und Nachhaltigkeit.....	36
6.3 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 4.....	37
<b>7. Prüfpunkt 5: Zweckmässigkeit im Vollzug.....</b>	<b>37</b>
7.1 Niedrige Eingriffstiefe .....	37

7.2 Keine Vollzugskosten .....	37
7.3 Regulierungskosten.....	38
7.4 Wenig zielgerichtet .....	38
7.5 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 5.....	39
<b>8. Synthese.....</b>	<b>39</b>
8.1 Zusammenfassung.....	39
8.2 Empfehlungen .....	42
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>43</b>

## **| Tabellen**

Tabelle 1: Varianten von Loyalitätsaktien .....	6
Tabelle 2: Bewertung der alternativen Regelungsinstrumente .....	19
Tabelle 3: Relevanzanalyse .....	21

## **| Abbildungen**

Abbildung 1: Mit Short-Termism verbundene Probleme .....	11
Abbildung 2: Wirkungsmodell .....	25

# Zusammenfassung

## Hintergrund

Die Haltedauer von Aktien ist in den Nachkriegsjahrzehnten kontinuierlich gesunken. Dieser Umstand wird häufig als Indiz dafür gewertet, dass Aktionärinnen und Aktionäre immer mehr auf kurzfristige Gewinne abzielen, statt sich für das langfristige Wachstum der von ihnen gehaltenen Aktiengesellschaften einzusetzen. Diesem Problem, das in der Fachliteratur auch als «Short-Termism» bezeichnet wird, soll mit sogenannten «Loyalitätsaktien» begegnet werden. Diese sollen den Aktionärinnen Vorteile wie bspw. höhere Dividenden einräumen, wenn sie ihre Anteile für einen Mindestzeitraum halten.

In der Sommersession 2018 hat sich der Nationalrat für die rechtliche Ermöglichung von Loyalitätsaktien ausgesprochen. Allerdings hat der Ständerat im Rahmen der Aktienrechtsrevision auf deren Einführung verzichtet. Schliesslich wurde der Bundesrat mit dem Postulat 18.4092 beauftragt, die Auswirkung von «Loyalitätsaktien» zu untersuchen. Der zu untersuchende Vorschlag umfasst dabei drei Varianten der Loyalitätsaktien, die ab einer Haltedauer von zwei Jahren Anwendung finden:

1. Loyalitätsdividende und Rückzahlung von Kapitalreserven: Loyale Aktionäre können eine bis zu 20% höhere Dividende resp. Rückzahlung erhalten.
2. Loyalitätsvorzugsrecht und Loyalitätsausgabebetrag: Loyale Aktionäre können vorrangig bis zu 20% des neu geschaffenen Aktienkapitals erwerben. Zudem kann ein um maximal 20% niedriger Ausgabebetrag vorgesehen werden.
3. Loyalitätsoptionen: Loyale Aktionäre können vorrangig bis zu 20% des neu geschaffenen bedingten Aktienkapitals erwerben (Optionsrechte). Wiederum ist ein niedriger Ausgabebetrag möglich.

Die Einführung der Loyalitätsaktien – oder auch nur einer der möglichen Varianten – ist freiwillig und muss mit einer qualifizierten Mehrheit beschlossen werden. Einzelheiten zur Ausgestaltung können die Gesellschaften regeln.

Für unsere Untersuchungen empfehlen wir und nehmen an, dass die Nutzung von Loyalitätsaktien ausschliesslich börsenkotierten Gesellschaften ermöglicht wird.

## Prüfpunkt 1: Notwendigkeit staatlichen Handelns

Grundsätzlich sehen wir den Bedarf für ein staatliches Handeln aus zwei Gründen bestätigt:

1. Das Problem des «Short-Termism» ist in der Theorie plausibel dargelegt und in empirischen Studien klar belegt. Allerdings tritt es nicht bei allen Unternehmen und in allen Phasen im Lebenszyklus eines Unternehmens auf. Aus den Gesprächen mit Unternehmensvertreterinnen schliessen wir, dass der Short-Termism in der Schweiz aktuell kein übergeordnetes Problem ist.

2. Gemäss einem parallel erarbeiteten Rechtsgutachten ist es nach geltendem Recht heute noch nicht möglich, Loyalitätsaktien einzuführen, bzw. wäre eine Einführung mit hoher Rechtsunsicherheit behaftet. Die befragten Unternehmensvertreterinnen bestätigen dies.

Grundsätzlich sehen wir deshalb einen Handlungsbedarf. Der Bedarf ist aber nicht besonders gross oder dringlich.

### **Prüfpunkt 2: Alternative Massnahmen**

Wir haben keine Regelungsinstrumente gefunden, welche sich klar als Alternative zu den Loyalitätsaktien anbieten würden. Hingegen können zwei alternative Regelungsinhalte in Betracht gezogen werden: Zum einen eine Variante mit gesetzlich festgelegter Obergrenze des Aktienanteils für die Berechtigung zu den Loyalitätsprivilegien zum Schutz der Minderheitsaktionärinnen und zum anderen eine Beschränkung auf die Variante der Loyalitätsdividenden.

### **Prüfpunkt 3: Auswirkungen auf gesellschaftliche Gruppen**

Wir gehen insgesamt davon aus, dass die Auswirkungen einer rechtlichen Ermöglichung von Loyalitätsaktien aus folgenden Gründen gering ausfallen würden:

1. *Niedrige Diffusion:* Das liegt in erster Linie daran, dass voraussichtlich nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden. Hindernisse für die Diffusion von Loyalitätsaktien sind:
  - 1.1 Zahlreiche Unternehmen in der Schweiz haben ihre Aktien auch an ausländischen Börsen kotiert. An diesen Börsenstandorten sind Loyalitätsaktien meist nicht erlaubt.
  - 1.2 Ein Stimmrechtsvertreter hat sich bereits öffentlich gegen Loyalitätsaktien positioniert. Es ist zu erwarten, dass die übrigen Stimmrechtsvertreter nachziehen werden. In diesem Falle würden viele Gesellschaften davor zurückschrecken, Loyalitätsaktien einzuführen.
  - 1.3 Insbesondere Unternehmen, für die Short-Termism ein Problem ist, weil ihr Aktionariat stark von kurzfristig orientierten Investorinnen geprägt ist, dürfte es eine Herausforderung sein, die notwendigen Mehrheiten für die Einführung von Loyalitätsaktien zu finden.
2. *Niedriges Lenkungspotential:* Mit Loyalitätsaktien soll insbesondere das Verhalten kurzfristig orientierter, aktiver Investoren beeinflusst werden.
  - 2.1 Ausgerechnet bei dieser Gruppe erwarten wir jedoch den geringsten Einfluss auf ihr Verhalten. Aufgrund der kurzen Anlagehorizonte sind sie mit einer hohen Volatilität konfrontiert, welche somit einen grossen Einfluss auf ihr Verhalten hat. Etwaige Loyalitätsprämien würden im Vergleich zur Volatilität nur einen untergeordneten Einfluss auf die Investitionsentscheidungen dieser Investorinnen haben.
  - 2.2 Das grösste Lenkungspotential erwarten wir bei aktiv gemanagten aber langfristig orientierten Investoren wie bspw. Pensionsfonds. Aufgrund des längeren Anlagehorizonts spielt die Volatilität für diese Investoren eine vergleichsweise geringere Rolle und allfällige Loyalitätsprivilegien eine vergleichsweise grössere. Loyalitätsaktien dürften sich jedoch vermutlich weniger auf die Haltedauer dieser Investoren auswirken, sondern auf ihre Investitionsentscheidungen. Sie werden potentiell mehr Unternehmen mit Loyalitätsaktien in ihr Portfolio aufnehmen als Unternehmen ohne.

Die grössten Kosten und Nachteile erwarten wir bei den Minderheitsaktionären. Dort wo Mehrheitseigner Vorzugsrechte nutzen, ihren Einfluss auf ein Unternehmen zu konsolidieren, drohen die Anteile der Minderheiten zu verwässern. Negative Auswirkungen auf die Minderheiten könnten jedoch verhindert werden, indem der Anspruch auf Loyalitätsprivilegien auf die Aktionäre begrenzt wird, die einen maximalen Anteil am Aktienkapital nicht übersteigen.

Es stellt sich weiter die Frage, welche Auswirkungen Loyalitätsaktien in Situationen wie Sanierung oder Unternehmensnachfolge für ein Unternehmen haben könnten. Bei Sanierungen sind keine relevanten Effekte zu erwarten: Ob Aktionärinnen ihre Aktien angesichts eines Sanierungsprozesses halten, wird in erster Linie von ihrer Einschätzung der Erfolgsaussichten des Sanierungsplans abhängen. Im Sanierungsfall prinzipiell interessante Instrumente wie Vorzugsrechte oder –optionen können bereits nach geltendem Recht gewährt oder im Markt mit Kaufoptionen abgedeckt werden. Hinsichtlich der Unternehmensnachfolge gilt es eine Regelung für die Übertragung der Loyalitätsprivilegien im Erbfall zu schaffen. Würde auf eine solche Regelung verzichtet, könnten Nachteile für erbende Grossaktionärinnen entstehen. Davon betroffen wären jedoch in erster Linie nicht-börsenkotierte Unternehmen, welche unseres Erachtens ohnehin von den Regelungen auszuschliessen wären.

#### **Prüfpunkt 4: Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft**

Können Loyalitätsaktien dem Short-Termism der Aktienmärkte entgegenwirken und zu längeren Haltedauern führen? Insgesamt erwarten wir nur geringe Auswirkungen. Dafür sehen wir drei Gründe:

1. Wir erwarten, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden. Insbesondere für Unternehmen, bei denen Short-Termism ein Problem ist, weil ihr Aktionariat stark von kurzfristig orientierten Investorinnen und Aktionären geprägt ist, dürfte es schwer sein, die für eine Einführung notwendigen Mehrheiten zu erreichen.
2. Wir gehen nicht davon aus, dass Loyalitätsaktien einen nennenswerten Einfluss auf diejenigen Investoren haben werden, die hauptsächlich für das Problem des Short-Termism verantwortlich gemacht werden. Denn für Investoren mit kurzem Anlagehorizont wird die Volatilität immer bedeutend wichtiger sein als etwaige Loyalitätsprämien.
3. Wir erwarten zwar, dass aktiv gemanagte Fonds – insbesondere solche mit Dividendenstrategien – vermehrt Loyalitätsaktien nachfragen werden. Denn über den Zinseszinsseffekt können Loyalitätsdividenden ihre Renditen erheblich steigern. Allerdings werden diese Investoren ihre Investitionen wohl von Unternehmen ohne Loyalitätsaktien auf solche mit Loyalitätsaktien verlagern. In Summe führt dies vermutlich zu einem Nullsummenspiel: Die Haltedauer einzelner Titel verändert sich, ohne dass sich die allgemeine Haltedauer verlängert.

Aus den gleichen Gründen erwarten wir auch nur niedrige Auswirkungen auf die Liquidität.

Könnte die Einführung von Loyalitätsaktien Unternehmen darin unterstützen, in soziale und ökologische Nachhaltigkeit zu investieren, sowie in Innovationen und Technologien, die das langfristige Wachstum eines Unternehmens stärken? Eine empirische Beantwortung dieser Frage war uns im Rahmen der Studie nicht möglich. Auf Basis wirtschaftstheoretischer Überlegungen sowie den Rückmeldungen der befragten Fachleute sowie Unternehmensvertreterinnen gehen wir aus drei Gründen insgesamt von einer geringen Wirkung aus.



1. Wir erwarten wie bereits oben erläutert, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen werden. Und wenn Loyalitätsaktien eingeführt werden, dann eher von denjenigen Unternehmen, deren Aktionariat ohnehin bereits längerfristig orientiert ist.
2. Eine längere Haltedauer bedeutet nicht zwangsläufig, dass Unternehmen mehr in Nachhaltigkeit, Innovationen und Technologien investieren. Dies ist eher eine Frage der guten Unternehmensführung.
3. Und wie sich die Einführung von Loyalitätsaktien auf die Unternehmensführung auswirkt, ist unklar. Auf der einen Seite mag eine längerfristige Bindung an ein Unternehmen dazu führen, dass die Investoren einen grösseren Anreiz erhalten, in die Aufsicht des Managements zu investieren. Auch etwaige Verringerungen des Bestands von Dispoaktien könnten die Corporate Governance stärken. Auf der anderen Seite – im Worst Case – mögen Loyalitätsaktien auch zu einer Bildung von Beutegemeinschaften zwischen Mehrheitsaktionären und Management führen und die Corporate Governance würde verschlechtert.

Nichtsdestotrotz möchten wir dafür plädieren, die Kreativität der Unternehmen nicht zu unterschätzen. Möglicherweise wird es Unternehmen geben, die Wege finden, Loyalitätsaktien wirksam einzusetzen, bspw. um Nachhaltigkeitsstrategien umzusetzen.

#### **Prüfpunkt 5: Zweckmässigkeit im Vollzug**

Die Massnahme zeichnet sich dank der vorgesehenen Freiwilligkeit durch eine niedrige Eingriffstiefe in den freien Markt aus. Zudem sind die Vollzugskosten für die öffentliche Hand nahezu inexistent. Auch die Regulierungskosten können vernachlässigt werden, da sie nur bei Unternehmen entstehen, welche sich aktiv dafür entscheiden. Allerdings ist die Massnahme wenig zielgerichtet. Bei denjenigen, bei denen sie eigentlich am meisten wirken soll, dürfte sie am wenigsten wirken.

#### **Empfehlungen**

Auf Basis unserer Untersuchungen können wir keine uneingeschränkte Empfehlung für eine rechtliche Ermöglichung von Loyalitätsaktien abgeben. Um eine Benachteiligung zu vermeiden sollte unseres Erachtens die Einführung mit einem Schutz der Minderheitsaktionäre verbunden werden (Festlegung Obergrenze oder Beschränkung auf Loyalitätsdividenden). Damit können potentiell negative Auswirkungen minimiert werden.

Es besteht aus unserer Sicht keine Notwendigkeit einer Einführung von Loyalitätsaktien und es sind insgesamt nur geringfügige Auswirkungen zu erwarten – sowohl positiv als auch negativ. Damit spricht eigentlich nichts dagegen, diese Option den Unternehmen offen zu lassen, auch wenn die effektive Anwendung und ihre Wirksamkeit fraglich sind.

# 1. Einleitung

## 1.1 Ausgangslage

Die Haltedauer von Aktien ist in den Nachkriegsjahrzehnten kontinuierlich gesunken (Bolton & Samana, 2013, S. 87). Dieser Umstand wird häufig als Indiz dafür gewertet, dass Aktionärinnen und Aktionäre immer mehr auf kurzfristige Gewinne abzielen, statt sich für das langfristige Wachstum der von ihnen gehaltenen Aktiengesellschaften einzusetzen. In diesem Zusammenhang wird die Möglichkeit diskutiert, mit sogenannten «Loyalitätsaktien» eine langfristige Orientierung unter Aktionärinnen und Aktionären zu fördern. So sollen Publikumsgesellschaften ihren Aktionärinnen und Aktionären gewisse Vorteile einräumen können, wenn sie ihre Anteile länger als 24 Monate gehalten haben.

In der Sommersession 2018 sprach sich der Nationalrat für mögliche Begünstigungen von langfristigen Aktionärsbeteiligungen aus (Nationalrat, 2018, S. 1119 ff.). Allerdings verzichtete der Ständerat im Rahmen der Aktienrechtsrevision auf deren Einführung (Ständerat, 2019, S. 497). Hingegen beauftragt ein Postulat (18.4092) den Bundesrat, die Auswirkung von «Loyalitätsaktien» aufzuzeigen (Parlament, 2019).

## 1.2 Ziele der Studie

Ziel der Studie ist es, die Auswirkungen der Einführung von Loyalitätsanreizen aufzuzeigen und mögliche Vor- und Nachteile zu identifizieren. Untersuchungsgegenstand sind die Loyalitätsanreize, die vom Nationalrat in der Sommersession 2018 beschlossen worden sind und in Abschnitt 2 beschrieben werden. In einer Regulierungsfolgenabschätzung (RFA) sollen die Auswirkungen auf die Bereiche Wirtschaft, Gesellschaft und Umwelt untersucht werden.

## 1.3 Methodik

In einem ersten Schritt wurde eine Grobbeurteilung der Notwendigkeit und Möglichkeiten staatlichen Handelns (RFA-Prüfpunkt 1) durchgeführt. In einem zweiten Schritt wurden Fachgespräche geführt und die RFA-Prüfpunkte detailliert analysiert. Gegenstand der RFA sind folgende fünf Prüfpunkte:

1. Notwendigkeit staatlichen Handelns
2. Alternative Massnahmen
3. Auswirkungen auf gesellschaftliche Gruppen
4. Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft
5. Zweckmässigkeit im Vollzug

Für die Untersuchung der RFA-Prüfpunkte setzten wir die folgenden Methoden ein:

*Literatur- und Dokumentenanalyse:* Sichtung einschlägiger gesetzlicher Grundlagen und juristische Fachliteratur.

*Explorative Fachgespräche:* Wir haben semi-strukturierte Interviews mit vier Expertinnen und Experten durchgeführt. D.h. es wurde ein Leitfaden erstellt, der den befragten Personen im Vorfeld zugestellt wurde, damit sie sich vorbereitend mit den Fragen auseinandersetzen konnten. Einzelne Gesprächspartner gaben zudem eine schriftliche Rückmeldung ab.

*Fachgespräche:* Nach den explorativen Gesprächen wurde der Gesprächsleitfaden geschärft und weitere Fachgespräche mit 13 Expertinnen und Experten geführt. Ergänzend zu den Gesprächen gaben fünf Personen eine schriftliche Rückmeldung ab. Angefragt wurden Personen aus der Wissenschaft, der Privatwirtschaft, Pensionskassen, Banken sowie Interessensverbände. Zudem haben wir eine schriftliche Befragung der Investor-Relations-Abteilungen der 20 SMI Unternehmen sowie 10 SMI-Small-Cap Unternehmen durchgeführt, die zu einem Rücklauf von 6 Antworten geführt hat.

## 2. Beschrieb der Massnahme

Als Grundlage für die nachfolgenden Analysen konkretisieren wir im vorliegenden Abschnitt die Massnahme. Dabei stützen wir uns auf die vom Nationalrat 2018 vorgeschlagenen gesetzlichen Anpassungen zur Einführung von Privilegien für langfristig beteiligte Aktionäre.

### 2.1 Eckwerte

Die Massnahme der «Loyalitätsaktien» zielt darauf ab, den langfristigen Aktienbesitz zu belohnen. Der Nationalrat hat drei Ausgestaltungsformen solcher Loyalitätsanreize formuliert. Für die weiteren Untersuchungen fokussieren wir auf diese drei Varianten, die wir in den folgenden Unterabschnitten beschreiben.

Für alle drei Varianten gehen wir von folgenden Eckwerten aus:

- Die Einführung von Loyalitätsaktien ist freiwillig.
- Zur Einführung von Loyalitätsaktien ist eine qualifizierte Mehrheit erforderlich (Art. 704, Abs. 1, Ziff. 4 und 8<sup>bis</sup> und 8<sup>ter</sup> E-OR 2018).
- Als «loyal» werden Aktionärinnen bezeichnet, die seit mindestens zwei Jahren als stimmberichtigte Aktionäre im Aktienregister eingetragen sind (Von der Crone & Mohasseb, 2019, S. 792). Die Statuten können jedoch auch eine längere Haltedauer für die Gewährung der Privilegien festlegen.
- Loyalitätsaktien können sowohl vor als auch nach dem Ablauf der zwei Jahre gehandelt werden, allerdings verliert die Aktionärin dann die Privilegien, zu denen die Loyalitätsaktien nach zwei Jahren berechtigen würden.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Der Begriff «Loyalitätsaktien» wird daher teilweise als irreführend wahrgenommen. Es handelt sich nicht um eine Aktienkategorie, sondern vielmehr um ein Privileg, das langjährigen Aktionärinnen gewährt wird, welches aber bei einem Verkauf der Aktie verloren geht.

- Die Loyalitätsaktien wirken nur auf die Vermögensrechte der Aktionäre – nicht auf ihre Stimmrechte.
- Aktiengesellschaften haben die Möglichkeit, die Varianten miteinander zu kombinieren oder nur einzelne Varianten einzuführen.

### 2.1.1 Fokus auf börsenkotierte Unternehmen

In Absprache mit der Auftraggeberin schliessen wir nicht-börsenkotierte Unternehmen aus – sprich, wir gehen davon aus, dass Loyalitätsaktien nur von börsenkotierten Unternehmen eingeführt werden. Dafür sehen wir drei Gründe:

- Das Problem Short-Termism ist für nicht-börsenkotierte Unternehmen kein Thema.
- Loyalitätsaktien würden für unnötiges Konfliktpotential unter den Eigentümer nicht-börsenkotierter Unternehmen sorgen.
- Der Minderheitenschutz ist für nicht-börsenkotierte Unternehmen eine besondere Herausforderung. Die Einführung von Loyalitätsaktien kann Mehrheitseigentümern die Möglichkeit verschaffen, bspw. im Kontext von Erbfällen, höhere Dividenden einzustreichen oder ihre Anteile zulasten der Minderheitseigentümer zu steigern.

### 2.1.2 Keine Stimmrechtsprivilegien

In anderen Ländern, wie bspw. Frankreich, wurden Loyalitätsstimmrechtsprivilegien eingeführt. So erhalten Aktionäre, die ihre Aktien mehr als zwei Jahre halten, bspw. doppelte Stimmrechte. Im Nationalrat wurde diese Variation diskutiert und zurückgezogen [REDACTED]. Daher werden wir diese Variante an dieser Stelle nicht berücksichtigen. Unsere Analysen zeigen auch, dass Stimmrechtsprivilegien grundsätzlich kritisch zu sehen sind, da hier die Gefahr besonders gross ist, dass sich diese negativ auf den Minderheitenschutz auswirken.

## 2.2 Varianten von Loyalitätsaktien

### 2.2.1 Loyalitätsdividende und Rückzahlung von Kapitalreserven

Ein regelmässiges Privileg für loyale Aktionäre ist die Loyalitätsdividende. Die Aktiengesellschaft hat die Möglichkeit in ihren Statuten eine bis zu 20% höhere Dividende für loyale Aktionäre vorzusehen (Art. 661a E-OR 2018). Entsprechendes kann auch für die Rückzahlung von Kapitalreserven vorgesehen werden. Der Verwaltungsrat regelt die Einzelheiten (Art. 661a Abs. 4 E-OR 2018). Die Statuten können zudem folgendes vorsehen (Art. 661a Abs. 3 E-OR 2018):

- Obergrenze des Aktienkapitals: Demnach wären nur Aktionäre berechtigt, deren Anteile des Aktienkapitals unter einem frei bestimmbarren Grenzwert liegen.
- Obergrenze des gesamten Erhöhungsbetrages: Auch diese ist frei wählbar. Beispielsweise könnte die Erhöhung maximal 10% des Gesamtbetrags aller Dividenden ausmachen dürfen.
- Die Erhöhung der Dividende könnte auch in Abhängigkeit der Haltedauer bestimmt werden. So würde die Dividende umso höher ausfallen, je länger sie im Besitz der Aktionärin ist.

Die Grundaspekte der Loyalitätsdividende müssen in den Statuten festgelegt werden. Sie regeln (Art. 661a Abs. 2 E-OR 2018):

- die erforderlichen Beschlüsse von Generalversammlung und Verwaltungsrat

- die Voraussetzungen für den Anspruch der Dividendenerhöhung
- die Bestimmung für die Berechtigung des Privilegs
- wie die Berechtigung des Privilegs nachgewiesen werden muss

## **2.2.2 Privilegierter Ausgabebetrag und Privilegiertes Vorzugsrecht bei Kapitalerhöhungen**

Die Aktiengesellschaft kann in ihren Statuten einen um bis zu 20% niedrigeren Ausgabebetrag für loyale Aktionäre vorsehen. Ein geringerer Ausgabebetrag ist möglich bei allen Formen der Kapitalerhöhung (Art. 652b, Abs. 5 E-OR N 2018). Die Statuten sehen die folgenden Bestimmungen vor (Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3<sup>bis</sup> E-OR 2018):

- den Ausgabebetrag
- die Voraussetzungen der Berechtigung
- die Bestimmung des Berechtigten
- den Nachweis sowie den Beginn und das Ende der Berechtigung

Die Statuten können den Verwaltungsrat dazu berechtigen, diese Punkte festzulegen. In jedem Falle beschliesst die Generalversammlung das Verhältnis zwischen dem tieferen Ausgabebetrag und dem Ausgabebetrag für die anderen Aktionäre (Art. 650, Abs. 3<sup>bis</sup> E-OR).

Im Falle der Kapitalerhöhung sieht der Vorschlag des Nationalrates zusätzlich die Möglichkeit vor, dass Aktiengesellschaften in ihren Statuten ein Vorzugsrecht vorsehen können (Art 652b<sup>bis</sup> E-OR 2018). Demnach können loyale Aktionäre bei einer Kapitalerhöhung bis zu 20% des neu geschaffenen Aktienkapitals erwerben (zusätzlich zum ohnehin bestehenden Vorwegzeichnungsrecht). So kann ein loyaler Aktionär zunächst sein Loyalitätsvorzugsrecht in Anspruch nehmen und bis zu 20% des neuen Aktienkapitals zu erwerben. Anschliessend könnte er – wie alle Aktionärinnen - sein Vorwegzeichnungsrecht für das restliche Aktienkapital ausüben (Chabloz, 2022, S. 13). Das Vorzugsrecht wird als eine Aufhebung des Bezugsrechtes für die Gesamtheit der Aktionärinnen und Aktionäre verstanden, im Umfang des Anteils an Aktienkapital, der den loyalen Aktionären zukommt (Burckhardt, 2020, S. 379).

Auch hier können genauere Regelungen in den Statuten bestimmt werden. Es kann eine Beschränkung des Rechtes auf eine Obergrenze des Anteils an Aktienkapital der loyalen Aktionärin festgelegt werden. Beispielsweise könnten bei einer Beschränkung von 0.5% des Aktienkapitals nur Aktionäre mit geringeren Anteilen das Privileg nutzen. In diesem Falle könnte eine Aktionärin, die mehr als 0.5% hält, nicht vom Privileg profitieren – auch nicht für 0.5% (Chabloz, 2022, S. 13).

Die Statuten müssen folgendes festhalten (Art. 650 Abs. 2 Ziff. 9<sup>bis</sup> E-OR 2018):

- den Nennbetrag oder gegebenenfalls den maximalen Nennbetrag, der bestimmten Aktionären gesamthaft zum Bezug neu ausgegebener Aktien zugewiesen wird
- die Einzelheiten der Vorzugsberechtigung und die Folgen, wenn das Vorzugsrecht nicht ausgeübt wird

Die Privilegien des tieferen Ausgabebetrages und des Vorzugsrechts können gemeinsam angewendet werden. Aktiengesellschaften können sich aber auch dazu entscheiden, nur einen der beiden Anreize einzusetzen.

### 2.2.3 Loyalitätsoptionen

Der Vorschlag des Nationalrates sieht zudem Loyalitätsanreize in Zusammenhang mit Aktionärsoptionen im Falle einer bedingten Kapitalerhöhung vor (Burckhardt, 2022). Demnach sollen Aktiengesellschaften ebenfalls die zwei Anreizstrukturen des tieferen Ausgabebetrages und des Vorzugsrechts ermöglicht werden.

Wie in allen anderen Fällen der Kapitalerhöhung könnten Aktionärinnen, die seit mindestens 2 Jahren ins Aktienbuch eingetragen sind, auch bei einer bedingten Kapitalerhöhung von einem Vorzugsrecht profitieren. Loyale Aktionäre könnten gesamthaft bis zu 20% des neu geschaffenen Aktienkapitals erwerben. (Art 653b Abs. 1 Ziff. 4<sup>bis</sup>, Art 653c Abs.1, Art 653t Abs. 1 Ziff. 9bis E-OR N 2020). Wird ein solches Vorzugsrecht eingeräumt, muss dies in den Statuten festgehalten werden.

Zweitens könnte bei der Ausgabe von Aktionärsoptionen ein tieferer Ausgabebetrag festgelegt werden. Die Aktiengesellschaft hätte die Möglichkeit, diesen für loyale Aktionäre bis zu 20% tiefer anzusetzen. (Burckhardt, 2022; Art. 653b Abs.1. Ziff. 4<sup>ter</sup>, Art 653c Abs. 1, Art 653t Abs.1 Ziff. 9<sup>ter</sup> E-OR N 2020). Beide Privilegien können wiederum gemeinsam oder alleine angewendet werden.

Die Statuten müssen folgendes festhalten (Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9<sup>ter</sup> E-OR N 2020):

- die Berechtigung des Verwaltungsrates zur Festsetzung günstigerer Bedingungen von Optionsrechten
- das Verhältnis zwischen einem tieferen Optionspreis und dem Optionspreis für die anderen Aktionäre
- die Voraussetzungen der Berechtigung

**Tabelle 1: Varianten von Loyalitätsaktien**

Varianten		
<b>Loyalitätsdividende und Rückzahlung von Kapitalreserven</b>		
Loyalitätsdividende	Loyale Aktionäre können eine bis zu 20% höhere Dividende erhalten.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Die Gesellschaft regelt die spezifischen Einzelheiten.</li> <li>– Eine Obergrenze des Aktienkapitals oder des Gesamtbetrages kann festgelegt werden.</li> <li>– Die Erhöhung der Dividende in Abhängigkeit der Haltedauer wäre möglich.</li> </ul>
Rückzahlung von Kapitalreserven	Loyalen Aktionären kann eine bis zu 20% höhere Rückzahlung des Aktienkapitals ausbezahlt werden.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Die Gesellschaft regelt die spezifischen Einzelheiten.</li> <li>– Eine Obergrenze des Aktienkapitals oder des Gesamtbetrages kann festgelegt werden.</li> <li>– Die Erhöhung der Rückzahlung in Abhängigkeit der Haltedauer wäre möglich.</li> </ul>
<b>Loyalitätsvorzugsrecht und Loyalitätsausgabebetrag</b>		
Vorzugsrecht	Loyale Aktionäre können vorrangig bis zu 20% des neu geschaffenen Aktienkapitals erwerben.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Die Gesellschaft regelt die spezifischen Einzelheiten.</li> <li>– Gültig für alle Formen der Kapitalerhöhung.</li> <li>– Eine Obergrenze des Aktienkapitals kann festgelegt werden.</li> </ul>
Ausgabebetrag	Ein um maximal 20% niedriger Ausgabebetrag für loyale Aktionäre.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Die Gesellschaft regelt die spezifischen Einzelheiten.</li> <li>– Gültig für alle Formen der Kapitalerhöhung.</li> </ul>
<b>Loyalitätsoptionen:</b>		
Vorzugsrecht	Loyale Aktionäre können vorrangig bis zu 20% des neu geschaffenen bedingten Aktienkapitals erwerben (Optionsrechte).	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Die Gesellschaft regelt die spezifischen Einzelheiten.</li> <li>– Eine Obergrenze des Aktienkapitals kann festgelegt werden.</li> <li>– Es sind die Vorschriften über das Bezugsrecht und Vorzugsrecht bei der ordentlichen Kapitalerhöhung sinngemäss anwendbar.</li> </ul>
Ausgabebetrag	Ein um maximal 20% niedriger Ausgabebetrag für loyale Aktionäre.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Die Gesellschaft regelt die spezifischen Einzelheiten.</li> <li>– Es sind die Vorschriften über den Ausgabebetrag bei der ordentlichen Kapitalerhöhung sinngemäss anwendbar.</li> </ul>
<p>Die Privilegien gelten für Aktionäre, die seit mindestens zwei Jahren als stimmberechtigte Aktionäre im Aktienregister eingetragen sind. Die Gesellschaft kann die Haltedauer auch auf einen längeren Zeitraum festlegen.</p>		

## 3. Prüfpunkt 1: Notwendigkeit und Möglichkeit staatlichen Handelns

Inwieweit ist staatliches Handeln notwendig? Besteht grundsätzlich ein Bedarf für die Einführung von Loyalitätsaktien? Zur Beantwortung dieser Fragen prüfen wir erstens, welches Problem durch die Einführung von Loyalitätsaktien adressiert werden soll und wie bedeutend dieses Problem tatsächlich ist (Abschnitt 3.1). Zweitens definieren wir die Ziele, die mit Loyalitätsaktien verfolgt werden sollen (Abschnitt 3.2). Und drittens prüfen wir, ob überhaupt eine Anpassung des geltenden Rechts notwendig ist oder ob bereits unter geltendem Recht Loyalitätsaktien eingeführt werden könnten (Abschnitt 3.3).

### 3.1 Welches Problem soll mit Loyalitätsaktien adressiert werden?

#### 3.1.1 Short-Termism – eine Problemdefinition

Grundsätzlich soll mit Loyalitätsaktien das Problem des Short-Termisms adressiert werden. Was ist Short-Termism? Und wie bedeutend ist Short-Termism als Problem? Der Begriff *Short-Termism* beschreibt die als zunehmend kurzfristig wahrgenommene Orientierung von Investoren im Kapitalmarkt. Demzufolge streben einige Aktionärinnen und Aktionäre ausschliesslich nach kurzfristigen Gewinnen - missachten aber dabei die langfristige Wertsteigerung der Unternehmen (Burckhardt, 2020, S. 373; Roe & Cenzi Venezia, 2021, S. 467). Langfristige Investitionsmöglichkeiten werden aus der Sicht kurzfristig denkender Aktionäre weniger stark gewichtet (Willey, 2019, S. 29). Dies hat zur Folge, dass der Aktienmarkt die langfristige Unternehmensplanung nicht unterstützt. Dies kann das Management dazu anregen, Massnahmen zu treffen, um den Aktienkurs kurzfristig zu stärken (Willey, 2019, S. 29). Beispiele solcher Massnahmen sind Aktienrückkäufe («Buybacks») und die Auszahlung höherer Dividenden. Sie erhöhen kurzfristig die Rendite für Investoren<sup>2</sup>. Die kurzfristige Unternehmensleistung wird dabei aber auf Kosten des langfristigen Wertes erzielt (Bolton & Samama, 2013, S. 86).

#### 3.1.2 Wirkungszusammenhänge

Im Folgenden erläutern wir die konkreten Wirkungszusammenhänge, die zu dem Problem des Short-Termism führen. Dabei ist zwischen zwei Seiten des Problems zu unterscheiden: Einerseits Short-Termism auf Seiten der Aktionärinnen und Aktionäre und andererseits die kurzfristige Orientierung der Unternehmensführung von Aktiengesellschaften.

---

<sup>2</sup> Aktienrückkäufe reduzieren die Anzahl an Aktien im Markt, wodurch jede Aktie einen grösseren Anteil des Unternehmens repräsentiert. Folglich erhöhen Aktienrückkäufe sowohl den Aktienwert (Aktienpreis) als auch den Ertrag pro Aktie (earnings per share). Gemeinsam mit Dividendenzahlungen sind Aktienrückkäufe eine Möglichkeit, Anteilshabende zu vergüten (Ernst & Young und Europäische Kommission, 2020, S. 9).



## Entstehung von Short-Termism im Aktienmarkt

Um Ursprung und Wirkung von Short-Termism auszumachen, unterscheidet die Literatur zwischen Spekulations- und Daueraktionären: *Daueraktionäre* sind demnach am langfristigen Erfolg des Unternehmens interessiert und zeichnen sich entsprechend durch eine lange Haltedauer aus – aber nicht nur: Sie investieren ebenfalls Zeit und Ressourcen in die Aufsicht der Unternehmensführung. Die Strategie von Daueraktionären ist, durch die aktive Ausübung ihrer Aufsichtsmöglichkeiten die mittel- bis langfristige Performance eines Unternehmens zu verbessern und auf diese Weise die Rentabilität ihrer Investition in das Unternehmen zu maximieren.

*Spekulationsaktionäre* hingegen haben kein Interesse daran, ihre Aufsichtsmöglichkeiten wahrzunehmen. Ihre Strategie ist es, durch das kurzfristige Kaufen und Verkaufen von Aktien Gewinne zu erzielen (Daeniker, 2015, S. 146). Folglich haben sie kaum ein Interesse daran, in die langfristige Entwicklung des Unternehmens zu investieren. Sie gründen ihre Kauf- und Verkaufsentscheidungen auf dem kurzfristigen Aktienkurs. Bolton und Samana sehen spekulative Investoren als den Ursprung von Short-Termism im Aktienmarkt. Allen voran sind dies laut der Autoren institutionelle Investoren deren Kauf- und Verkaufsverhalten die Fokussierung des Marktes auf kurzfristige Gewinne verstärkt. Sie seien besonders kurzfristig orientiert, weil sie oftmals indirekt oder direkt finanziell für das Erreichen kurzfristiger Marktziele belohnt würden (Bolton & Samama, 2013, S. 87–88). Auch in den explorativen Gesprächen wurde teilweise betont, dass der zunehmende Performancedruck bei institutionellen Anlegern das Problem des Short-Termism verstärkte.

Spekulationsaktionäre orientieren sich in ihren Entscheidungen stark an der kurzzeitigen Ertragskraft des Unternehmens. Diese wird oft anhand der Kennzahl *Earnings-Per-Share* gemessen. Sie misst den aktuellen Gewinn der Gesellschaft pro Aktie. Stagniert oder sinken die *Earnings-Per-Share*, verlassen Spekulationsaktionäre das Unternehmen oder drohen dies zumindest an. Insbesondere kurzfristig orientierte institutionelle Investoren verkaufen besonders häufig bei enttäuschenden Erfolgswerten. Dies liegt daran, dass sie viele verschiedene Anteile halten und häufig kaufen und verkaufen (Cremers et al., 2020, S.4535). Wenn eine grössere Anzahl von Spekulationsaktionären verkauft, fällt der Aktienkurs des Unternehmens. Ein Fallen des Aktienkurses führt wiederum dazu, dass auch andere Aktionäre ihre Anteile verkaufen, was sich ebenfalls im Aktienkurs widerschlägt (Willey, 2019, S. 157).

Immer bedeutender wird eine dritte Aktionärskategorie. Und zwar: Passive Investoren. Darunter fallen Fondsgesellschaften (wie bspw. Blackrock), die versuchen, mit ihren Fonds Märkte abzubilden. Anders als Spekulationsaktionäre orientieren sie sich nicht an kurzfristigen Gewinnerwartungen und anders als Daueraktionäre üben sie ihre Aufsichtsmöglichkeiten nicht aus obwohl sie prinzipiell Aktien auch langfristig halten. Durch Aktienkäufe und –verkäufe passen sie jedoch kontinuierlich ihr Depot an, um die Marktkapitalisierung und Marktanteile der Aktiengesellschaften eines Marktes präzise in ihrem Portfolio/Fonds abzubilden. Durch ihre kontinuierlichen Depotanpassungen tragen sie dazu bei, dass die Haltedauer von Aktien im Mittel sinkt. Trotzdem kann passiven Investoren *nicht* vorgeworfen werden, dass sie ihre Entscheidungen von Short-Termism leiten lassen. Dennoch tragen sie potentiell zum Short-Termism auf Seiten des Managements bei, wie wir im Folgenden erläutern.

## Der Effekt von Short-Termism auf das Management

Die Entwicklung des Aktienkurses hat eine direkte Wirkung auf das Management des Unternehmens. Entscheidungen werden unter anderem in Abhängigkeit von den möglichen Wirkungen auf den Aktienkurs getroffen. Das Management bemüht sich dabei, Erwartungen des Aktionariats zu erfüllen um die Gesellschaft wie die eigene Position nicht zu gefährden. Die Antwort des Managements auf die von Aktionärinnen nachgefragte kurzfristige Leistung wird als Manager-Myopia bezeichnet (Moore & Petrin, 2017, S. 128). Doch wieso fokussiert sich das Management darauf, kurzfristige Gewinne zu erzielen und nicht nachhaltig zu wirtschaften? Dies hat mehrere Gründe:

- *Bedrohte Job-Sicherheit*: Ein tiefer Aktienkurs bedroht die Job-Sicherheit des höheren Managements. CEO Wechsel stehen in starker Verbindung mit der Leistung eines Unternehmens (Jenter und Lewellen, 2017, S. 1). So besteht bei negativen Kurs-Entwicklungen für Manager das Risiko, ausgewechselt zu werden (Bolton & Samama, 2013, S. 87). Aktionäre können in solchen Situationen Druck auf den Verwaltungsrat ausüben, der indirekt wiederum auf das Management wirkt (Willey, 2019, S. 171). Im Rahmen der explorativen Gespräche wurde zudem angemerkt, dass kurze Amtszeiten Manager-Myopia zusätzlich verstärken können. Sind Mitglieder des Verwaltungsrates beispielsweise einer Wiederwahl ausgesetzt, haben sie ein grosses Interesse daran, die Bedürfnisse der Aktionäre zu erfüllen.
- *Gefahr aktivistischer Kampagnen*: Ein tiefer Aktienkurs erhöht das Risiko aktivistischer Kampagnen. Aktivistische Investoren erwerben einen bedeutenden Anteil eines potentiell unterbewerteten Unternehmens. Anschliessend versuchen sie die Strategie des Unternehmens zu beeinflussen. Dabei können sie entweder auf eine Kurssteigerung oder aber gerade eine Kursenkung spekulieren. Nehmen Investoren an, dass das aktuelle Management das Unternehmen schlecht führt, können sie versuchen einen Austausch der Unternehmensführung herbeizuführen. Eine weitere Strategie aktivistischer Investoren ist es, Management- und Compliance-Probleme aufzudecken und durch den Einsatz von Kurzverkäufen auf einen raschen Einbruch des Aktienkurses zu wetten. Von Seiten des Managements werden aktivistische Aktionärinnen daher als bedrohlich wahrgenommen. Aber auch bestehende Aktionäre können defensiv aktivistisch werden, um die Strategie der Unternehmensführung zu verändern (Willey, 2019, S. 156).
- *Takeover-Threat-Hypothese*: Ein tiefer Aktienkurs birgt zudem das Risiko feindlicher Übernahmen, wovon dieselben Gefahren für das Management ausgehen wie bei aktivistischen Kampagnen (Mio et al., 2021, S. 5). Das stete Potential feindlicher Übernahmen zwingt Geschäftsführende dazu, übermässig kurzfristig zu handeln, statt Kapital in die langfristige Entwicklung der Gesellschaft zu investieren.
- *Matthäus-Effekt*: Wie zum Ende des letzten Abschnitts beschrieben, muss das Management eines Unternehmens damit rechnen, dass Kursschwankungen – in beide Richtungen – dadurch verstärkt werden, dass passive Investoren die Titel ihres Unternehmens kaufen und verkaufen, um im Sinne eines «Rebalancing» die veränderte Marktkapitalisierung des Unternehmens in ihrem Portfolio abzubilden.

Diese Faktoren geben dem Management eines Unternehmens einen Anreiz ihre Entscheidungen auf die Verbesserung des kurzfristigen Aktienkurses auszurichten (Willey, 2019, S. 175). Zugleich bestehen für das Management weitere Anreize, um ihre Entscheidungen am Aktienkurs auszulegen:

- *Management Vergütung*: Oftmals wird die Vergütung des höheren Managements mit der Unternehmensleistung verknüpft. Sie besteht dabei zumindest teilweise aus eigenkapitalbasierten Instrumenten wie Aktien oder Aktienoptionen. Ziel ist es, die Interessen des Managements den Interessen des Unternehmens anzugleichen (Willey, 2019, S. 164). Dies hat zur Folge, dass das Management dazu angeregt wird, den Aktienkurs zu verbessern. Allerdings nur, wenn die Sperrfrist der Vergütung zu kurz angelegt ist, um die Interessen des Managements langfristig zu orientieren (Willey, 2019, S. 169-171).

### 3.1.3 Empirische Evidenz

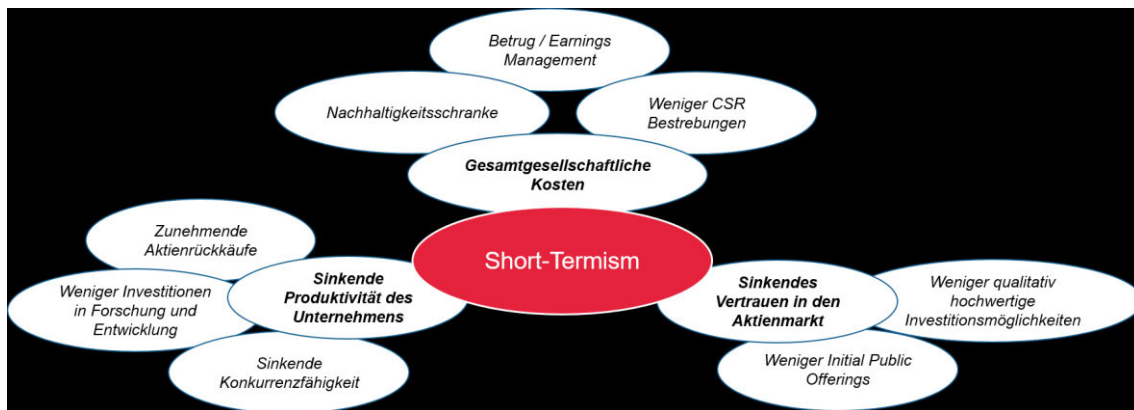
Eine wachsende Zahl an Studien liefert Evidenz dafür, dass Short-Termism zu negativen Auswirkungen führt (Mio et al., 2020, S.3; Voss, 2018; Roe et al., 2021, S. 143). Auf diese gehen wir im Folgenden näher ein.

- *Sinkende Produktivität und Konkurrenzfähigkeit des Unternehmens*: Es besteht die weit verbreitete Annahme, dass Short-Termism die Produktivität des betroffenen Unternehmens senkt. Das Management verwendet freies Kapital für Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe. Dadurch hat es weniger Ressourcen, um langfristige Investitionen zu tätigen. Beispielsweise zeigen Cremers, Pareek und Sautner, dass spekulative Aktionärinnen und Aktionäre mit Kürzungen der Investitionen in Forschung und Entwicklung in Verbindung stehen (2020, S. 4547). Auch Investitionen in die Ausbildung der Mitarbeitenden oder wichtige Kapitalausgaben werden unterlassen (Bushee, 1998, S. 305 ff, Burckhardt, 2020, S. 375, Mio et al., 2020, S.1; Willey, 2019, S. 198). Solche Kürzungen können die langfristige Produktivität des Unternehmens beeinträchtigen. Studienergebnisse weisen auf einen negativen Zusammenhang zwischen kurzfristig orientierten Aktionären und Unternehmenswerten hin (Burckhardt, 2020, S. 374). Untersuchungen im europäischen Raum belegen beispielsweise eine Korrelation zwischen langfristiger Orientierung und Investitionen in die Entwicklung von Innovationen. Laut Brossard et al. (2013) investieren Unternehmen mehr in die Forschung und Entwicklung, wenn sie von institutionellen Investoren dominiert werden. Hingegen fallen Investitionen tiefer aus, wenn sie von kurzfristig orientierten institutionelle Investoren geleitet sind (2013, S.3).
- *Hinderung von Nachhaltigkeitsbemühungen*: Sowohl Willey (2019, S. 198-207) als auch Mio et al. (2020, S.2) gehen auf die Möglichkeit ein, dass Short-Termism nachhaltige Massnahmen verhindert. Nachhaltigkeit umfasst dabei ökologische, soziale und politische Aspekte. Nachhaltige Massnahmen bedürfen langfristiger Investitionen und Perspektiven. Das Management verspürt jedoch den Druck, kurzfristige finanzielle Gewinne zu erzielen, wodurch diese nicht getätigt werden (Willey, 2019, S. 207). So ergab eine Studie im Auftrag des United Nations Environmental Programm (UNEP), dass 88% von 642 befragten Experten den Druck auf kurzfristige Finanzergebnisse als Hindernis ansehen, dass eine Unternehmung nachhaltiger wird (GlobeScan, 2012). Obwohl diese Argumente intuitiv überzeugend sind, ist es schwierig, den Zusammenhang zwischen Short-Termism und den gesellschaftlichen Kosten zu bestätigen. Bisher wurden keine überzeugenden Argumente oder Beweise vorgelegt (Willey, 2019, S. 209). Short-Termism darf zudem nicht als ein Auslöser für nicht-nachhaltige Unternehmensstrategien missverstanden werden. So merkt Siobhan an, dass die Förderung einer langfristigen Orientierung alleine nicht ausreicht, um nachhaltige Veränderungen auszulösen. Dies erfordert zusätzlich die Überzeugung unter Investoren und Managerinnen, dass Nachhaltigkeit essentiell für die langfristige Wertschöpfung des Unternehmens ist (Cleary, 2015, S. 12). Wird die

Orientierung von Aktionären länger, hat dies somit nicht unmittelbar zur Folge, dass das Management nachhaltiger handelt. Vielmehr wird ein möglicher Hinderungsgrund aufgehoben. Fakt ist, dass Short-Termism die Investitionen erschwert, die notwendig sind, um die Nachhaltigkeitsziele zu erreichen.

- *Exzessive Volatilität*: Nobelpreisträger Robert Shiller (1990) deutete darauf hin, dass die kurzfristige und spekulative Orientierung von Märkten zu einer «exzessiven» Volatilität von Marktpreisen führt, wodurch konjunkturelle Schwankungen verstärkt und die Stabilität des Wirtschaftssystems insgesamt geschwächt wird.

**Abbildung 1: Mit Short-Termism verbundene Probleme**



Eigene Darstellung in Anlehnung an Willey, 2019, S. 195. Die Abbildung zeigt auf, welche Herausforderungen im wissenschaftlichen Diskurs mit Short-Termism in Verbindung gebracht werden.

Um die Wirkungsweisen von Short-Termism zu untersuchen, versuchen Studien zum einen, das Ausmass von Short-Termism im Aktienmarkt zu ermitteln. Andere untersuchen das Phänomen in bestimmten Konstellationen und prüfen einzelne theoretische Modelle (Burckhardt, 2020, S. 374). Die Auswirkungen von Short-Termism sind jedoch schwierig zu messen. Die Orientierung von Akteuren und Unternehmen lässt sich nur schwer direkt erfassen. Darum werden zur Ermittlung häufig Indikatoren verwendet. Gängige Indikatoren sind beispielsweise die Investitionen von Unternehmen in Forschung und Entwicklung oder das Anwenden von Earnings Management<sup>3</sup> (vgl. Mio et al., 2020, Cremers et al., 2020). Die Annäherung durch solche Indikatoren lässt allerdings Raum für Interpretation zu (Burckhardt, 2020, S. 374). Zudem gibt es Studien, die die Ergebnisse und Evidenz der oben genannten Auswirkungen relativieren. Beispielsweise zeigen Aghion et al. (2013), dass institutionelle Investorinnen mit mehr Innovationen korrelieren, anstatt diese zu hindern. Auch der negative Einfluss aktivistischer Investoren auf den Innovati-

<sup>3</sup> Der Begriff «Earnings Management» beschreibt die bewusste Einflussnahme des Managements auf die Finanzberichterstattung. Es umfasst ein breites Spektrum von kreativen Buchhaltungsmethoden bis zu illegalen Bilanzmanipulationen. Beispielsweise werden Gewinne aus vergangenen oder zukünftigen Perioden «ausgeliehen», um die Lage in der aktuellen Periode zu verbessern. Dabei werden Investoren über die wirtschaftliche Situation des Unternehmens getäuscht. Es handelt sich um eine kurzfristig orientierte Praxis, die häufig angewendet wird, um kurzfristige Benchmarks im Kapitalmarkt zu erfüllen. (Mio et al., 2020, S. 3)

onsoutput wird in Frage gestellt (Brav et al., 2018). Gesamtwirtschaftliche Untersuchungen können jedoch punktuelle Auswirkungen verdecken. Daher besteht die Möglichkeit, dass Short-Termism sich in einzelnen Fällen negativ auf langfristige Unternehmensstrategien auswirkt (Burckhardt, 2022). Auch Kritiker erkennen mittlerweile an, dass empirische Nachweise die negativen Auswirkungen von Short-Termism im Allgemeinen bestätigen (Roe et al., 2021, S. 143; Burckhardt, 2020, S. 376; Mio et al., 2020, S.3).

### **3.1.4 Short-Termism in der Schweiz**

Wenn wir das Thema Short-Termism in der Schweiz beleuchten, sind Kontextaspekte wie die Gegebenheiten des Aktienmarkts und des Aktienrechts von Bedeutung.

#### **Merkmale des Schweizer Aktienmarktes**

Es stellt sich die Frage, ob sich international gewonnene wissenschaftlichen Erkenntnisse auf die Schweiz anwenden lassen. Erkenntnisse aus US-Amerikanischen Studien können nur mittelbar auf die Schweiz übertragen werden. Allerdings haben sich das Amerikanische Gesellschaftsrecht und die Kontinentaleuropäischen Gesellschaftsordnungen seit den 2000er Jahren in relevanten Aspekten angeglichen. Burckhardt (2022) schliesst daraus, dass sich auch US-Amerikanische Erkenntnisse zur Diskussion von Loyalitätsaktien in der Schweiz beziehen lassen.

Insgesamt ist der Aktienbesitz in Schweizer Aktiengesellschaften relativ konzentriert. Laut einer OECD Studie wurden im Jahr 2020 mehr als 20% aller Schweizer börsenkotierter Unternehmen von einem Mehrheitsaktionär beherrscht (> 50% aller Anteile). Bei 40% aller Aktiengesellschaften wurde die Mehrheit von den drei grössten Aktionären gehalten (OECD, 2021, S. 26). Werden die 20 grössten Aktionäre berücksichtigt, halten diese in 60% der Aktiengesellschaften mehr als 50% des Aktienkapitals. Sind die Besitzverhältnisse bei Aktiengesellschaft dicht konzentriert, können Gesellschaften auf eine stabile Aktionärsbasis zurückgreifen. Allerdings besteht die Herausforderung, die Rechte von Minderheitsaktionären zu sichern (Chabloy, 2022, S. 33). Im Vergleich mit den Vereinigten Staaten oder Grossbritannien ist die Schweiz von deutlich konzentrierten Mehrheitsverhältnissen geprägt. Hingegen sind die Mehrheitsverhältnisse breiter verteilt als in mehr als 50% der OECD Länder (OECD, 2021, S. 25). Ohne dies empirisch belegen zu können, erscheint es theoretisch plausibel, dass dies zu einer etwas geringeren Ausprägung des Problems des Short-Termism in der Schweiz führt.

Wie bereits angesprochen spielen institutionelle Investorinnen eine wichtige Rolle in der Verbreitung einer kurzfristigen Orientierung. Im Jahr 2020 hielten diese 33% des Schweizer Aktienkapitals. Der Anteil liegt dabei tiefer als der internationale Durchschnitt von 41% (OECD, 2021, S. 29). Auch Zimmermann und Zimmermann stufen den Anteil an Stimmrechten, der von institutionellen Anlegern gehalten wird, als bedeutend hoch ein. 2018 hielten Anlagegesellschaften mit 29% den höchsten Anteil an bekannten Stimmrechten, Privatpersonen machten 28% und Eigenbesitz/Beteiligungen 16% aus (2019, S. 3).

Zusammenfassend gehen wir davon aus, dass Short-Termism in der Schweiz evtl. weniger stark ausgeprägt ist. Dennoch bleibt die Problematik grundsätzlich bestehen.

## Rolle der Aktionäre und des Verwaltungsrates im Schweizer Aktienrecht

Im Schweizer Aktienrecht kommen den Aktionären einer Publikumsgesellschaft nur wenige Pflichten zu. In der Theorie liegt es im Wesen der börsenkotierten Aktiengesellschaft, dass ihre Aktien breit gestreut sind. Dadurch kann die Aktiengesellschaft bei vielen Investoren finanzielle Mittel aufnehmen. Diese breite Finanzierung korreliert mit der Möglichkeit der Aktionärin, das Unternehmen unmittelbar wieder zu verlassen. Sie kann sich jederzeit von ihren Aktien trennen (Daeniker, 2015, S. 142). Im Schweizer Aktienrecht haben Aktionäre die Pflicht, den Ausgabebeitrag einzubezahlen. Ansonsten kommen keine weiteren Pflichten auf sie zu (Art. 680 Abs. 1 OR). Sie habe somit keine Pflichten, dem Unternehmen gegenüber interessiert oder treu zu sein (Daeniker, 2015, S. 143). Sie sind somit auch nicht dazu verpflichtet, Zeit und Ressourcen in die Beaufsichtigung der Aktiengesellschaft zu investieren. Aus rechtlicher Sicht besteht keine ausdrückliche Wertung zugunsten langfristig oder kurzfristig orientierter Aktionäre (Chabloz, 2022, S. 34). Burckhardt leitet jedoch eine implizite Wertung zugunsten langfristig orientierter Aktionäre aus dem Gesetz ab, insofern diese zur Steigerung des Unternehmenswertes beitragen.

Von Seiten des Unternehmens obliegt es dem Verwaltungsrat, die Interessen der Gesellschaft zu wahren (Schenker, 2015, S. 18). Im Gegensatz zu anderen Ländern umfasst dies nicht in erster Linie die Interessen der Aktionäre (Shareholder). In der Schweizer Rechtslehre wird diskutiert, dass zusätzlich auch die Interessen der Allgemeinheit einbezogen werden (vgl. Daeniker, 2015, S. 144). Dadurch leiten wir ab, dass der Verwaltungsrat der Aktiengesellschaft auch zu einer längerfristigen Orientierung verpflichtet ist. Der Verwaltungsrat übernimmt grundsätzlich die Geschäftsführung, kann diese Funktion aber auch delegieren und nur seine Rolle als Aufsichtsorgan einnehmen. Dies ist bei den meisten grösseren Aktiengesellschaften der Fall und im Sinn einer modernen Corporate Governance (Schenker, 2015, S. 12-14). Allerdings bleibt der VR als oberstes Exekutivorgan weiterhin für fundamentale Geschäftsentscheide verantwortlich (Schenker, 2015, S. 15). Er bestimmt unter anderem die oberste Führungsebene, übernimmt die Aufsicht über diese und hat das Recht, Personen abzurufen (Schenker, 2015, S. 22).

In der Schweiz ist es *de jure* also so, dass Aktionärinnen und Aktionäre keine Aufsichtspflicht haben. Der Verwaltungsrat ist verpflichtet, sich für die langfristigen Interessen der Gesellschaft und ihrer Stakeholder einzusetzen. *De facto* macht die Zwischenschaltung des Verwaltungsrats zwischen Aktionären und Management aber keinen Unterschied. Denn der Verwaltungsrat hat in der Regel die gleichen Anreize wie das Management.

Der Verwaltungsrat selbst wird von der Generealversammlung gewählt. Für börsenkotierte Gesellschaften gilt eine Beschränkung der Amtszeit auf ein Jahr. Anschliessend müssen sich die Mitglieder des VR zur Wiederwahl stellen (Schenker, 2015 S. 66). Durch den Kontrollmechanismus der Wiederwahl ist es im Sinne der Verwaltungsratsmitglieder, den Aktionärsinteressen Aufmerksamkeit zu schenken. Fordern Aktionärinnen und Aktionäre kurzfristige Gewinne, beeinflussen sie indirekt die Entscheidungen des Verwaltungsrates und der Unternehmensführung. Die kurzfristige Orientierung im Aktienmarkt findet somit nebst den oben angesprochenen Verbindungen auch auf diese Weise ihren Weg in das Management der Aktiengesellschaft.

### 3.1.5 Alternative Ansätze zur Erklärung der kurzen Haltedauer

Das Problem des Short-Termism wird häufig daran festgemacht, dass sich die Haltedauer von Aktien in den letzten beiden Jahrzehnten stark verkürzt hat. Die Haltedauer wird also als Indikator für Short-Termism genutzt. Eine niedrige Haltedauer ist jedoch nicht *per se* problematisch oder auf das Problem des Short-Termism zurückzuführen.

Als Argument dagegen, dass das Problem des Short-Termism tatsächlich besteht, wird teilweise argumentiert, dass die Abnahme der Haltedauer von Aktien andere Gründe hat als das Problem des Short-Termism. Allen voran wird hier die Einführung des computergestützten Hochfrequenzhandels genannt (Bolton & Samana, 2013, S. 87). Weitere Faktoren sind: Der Handel wurde in den letzten Jahrzehnten immer globaler ausgerichtet und die Kursvolatilität hat stetig zugenommen. Kurzfristigen Quartalsergebnissen wird in der medialen Berichterstattung viel Aufmerksamkeit gewidmet. Diese Faktoren haben sicherlich zu einer Verkürzung der Haltedauer beigetragen. Dennoch wird in der Literatur davon ausgegangen, dass ein Teil dieser Entwicklung durch das Problem des Short-Termism zu erklären ist (Daeniker, 2015, S.142). Auch die Fachleute die wir bislang befragt haben, bestätigen diese Einschätzung.

### 3.1.6 Einschätzungen der befragten Unternehmen

Ein Grossteil der befragten Unternehmensvertreterinnen konnte das Problem des Short-Termism nicht bestätigen. Nur einzelne Unternehmensvertreter sahen das Problem des Short-Termism. Im Wesentlichen hängt die Bedeutung des Problems von der Struktur des Aktionariats ab. Unternehmen, deren Aktien sich zu einem grossen Anteil in Streubesitz befinden, sind eher von Short-Termism betroffen. Vertreterinnen aus dem Management dieser Unternehmen berichten, dass sie viel Zeit in die Anwerbung ständig wechselnder Investoren investieren müssen. Viele Investoren verkaufen bereits bei der ersten nennenswerten Kursschwankung – nach oben oder nach unten -, so die Befragten. Selbst Pensionskassen, die eigentlich langfristig orientiert sind, verkaufen in diesen Fällen, um von der entstandenen Volatilität zu profitieren. Zudem wurden uns Beispiele von Investoren genannt, die 20 bis 40% der Anteile eines Unternehmens erwerben aber nach kurzer Dauer wiederverkauften.

Unter diesen Bedingungen fällt es den Unternehmen teils schwer, notwendige Investitionen in das langfristige Wachstum des Unternehmens zu tätigen. Die Befragten berichteten bspw. von Innovationsprojekten, die nicht angegangen oder abgebrochen werden mussten.

Mehrheitlich kein Problem im Short-Termism sehen Unternehmen, deren Aktien in weiten Teilen von Grossaktionären gehalten werden. Dazu zählen bspw. Eigentümerfamilien, welche ihre Aktien ohnehin langfristig halten. Hinzukommen Pensionsfonds, die ebenfalls langfristig orientiert sind, und passive Investoren wie bspw. BlackRock, State Street und Vanguard, die mit ihren ETF lediglich dem Markt folgen. Letztere haben in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen. Blackrock allein hält 5 bis 8% an den meisten börsenkotierten Unternehmen. Die befragten Unternehmen berichteten, dass insgesamt rund 15 bis 20% ihrer Aktien von passiven Investoren gehalten werden. Insgesamt verwalten BlackRock, State Street und Vanguard weltweit

rund 22 Billionen Dollar.<sup>4</sup> Im Vergleich dazu liegt die Marktkapitalisierung der 20 SMI-Unternehmen bei rund 1,4 Billionen Dollar.<sup>5</sup> In der Folge machen langfristig handelnde Grossaktionäre für viele Unternehmen die Mehrheit des Aktionariats aus. Bei derartigen Aktionariatsstrukturen stellt Short-Termism kein Problem dar.

Zudem wurde von einigen Befragten der Zusammenhang zwischen kurzen Haltedauern und verringerten Möglichkeiten langfristiger Investitionen in Frage gestellt. So wurde argumentiert, dass jedes Unternehmen die Möglichkeit habe, seinem Aktionariat eine langfristige Strategie aufzuzeigen, welche auch phasenweise Einbussen zugunsten langfristiger Gewinnsteigerung (z.B. Umstellung Nachhaltigkeit) beinhalten können. Damit Aktionäre für solche Phasen der Umstrukturierung mit an Bord bleiben, sei eine gute Kommunikation und das Aufzeigen einer klaren Strategie notwendig.

## 3.2 Handlungsziele

Loyalitätsaktien sollen Investoren Anreize verleihen, sich längerfristig an einer Gesellschaft zu beteiligen. Dadurch wird der langfristige Aktienbesitz gefördert. Ziel ist es, Short-Termism im Aktienmarkt und die dadurch verursachten Probleme zu reduzieren. Mit der Massnahme schafft der Gesetzgeber Rechtssicherheit für die Einführung von Loyalitätsanreizen. Im Folgenden gliedern wir die Handlungsziele der Massnahme in Output, Outcome und Impact auf:

- *Output:* Einzelne Aktiengesellschaften führen Loyalitätsanreize ein.
- *Outcome:* Aufgrund der Anreize entschliessen sich Aktionärinnen und Aktionäre, Anteile länger zu halten und deshalb auch mehr in die Aufsicht zu investieren. Dadurch hat die Aktionärsbasis durchschnittlich einen längerfristigen Zeithorizont. Die stabile Aktionärsbasis erleichtert dem Management die langfristige Planung (Von der Crone & Mohasseb, 2019, S. 793). Es wird in seinen Entscheidungen weniger stark von den Interessen kurzfristig orientierter Investoren beeinflusst und kann verstärkt langfristig orientierte Investitionen tätigen, auch wenn sie den kurzfristigen Unternehmenserfolg senken. Aktiengesellschaften investieren mehr in Humankapital, Forschung und Entwicklung sowie Innovationen oder gehen notwendige Transformationsprozesse an (Digitalisierung und Dekarbonisierung).
- *Impact:* Die Massnahme ermöglicht eine langfristige Orientierung in Unternehmensstrategien börsenkotierter Aktiengesellschaften. Dies sichert zum einen den langfristigen Unternehmenserfolg. Zum anderen fördert die Massnahme ökologisch und gesellschaftlich nachhaltiges Wirtschaften.

---

<sup>4</sup> <https://www.pionline.com/money-management/blackrock-aum-recedes-10-trillion-high>  
<https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/who-we-are/sets-us-apart/facts-and-figures.html>  
<https://newsroom.statestreet.com/press-releases/press-release-details/2022/State-Street-Reports-First-Quarter-2022-Financial-Results/default.aspx>

<sup>5</sup> <https://www.finanzen.net/index/smi/marktkapitalisierung>



### 3.3 Möglichkeiten unter geltendem Recht

Können Loyalitätsaktien bereits unter geltendem Recht eingeführt werden? Falls ja, wäre es nicht notwendig, das Obligationenrecht anzupassen, um die Möglichkeit für die Einführung von Loyalitätsaktien zu schaffen. Frau Prof. Dr. Chabloz (Unifr) prüft diese Fragestellung in einer parallelen Studie.<sup>6</sup>

Dabei wird festgehalten, dass börsennotierte Gesellschaften bereits nach geltendem Schweizer Recht die Möglichkeit haben, Aktionärinnen Stimmrechtsprivilegien zu gewähren (Chabloz, 2022, S. 31). Gründern können bspw. Stimmrechtsprivilegien gewährt werden. Diese Privilegien sind aber an die Aktien gebunden und nicht an den Aktionär resp. dessen Haltedauer. Ebenfalls ermöglicht das Schweizer Recht die Schaffung von Vorzugsaktien (Chabloz, 2022, S. 31). Diese können u.a. zusätzliche Dividenden oder Vorzeichnungsrechte bei künftigen Kapitalerhöhungen umfassen (Chabloz, 2022, S. 31). Auch eine Einführung von Loyalitätsoptionen in Abhängigkeit von einer bestimmten Haltedauer der Aktie wäre gemäss Chabloz (2022, S. 31) bereits heute zulässig.

Das Schweizer Recht beinhaltet somit bereits heute Möglichkeiten, bestimmte Aktionärinnen zu privilegieren. Allerdings muss diese Privilegierung über verschiedene Aktienkategorien (Stimmrechts-, Vorzugsaktien) erfolgen und ist daher nicht an den wirtschaftlichen Eigentümer geknüpft. So weist Chabloz (2022, S. 32) darauf hin, dass es gemäss herrschender Lehre nicht möglich ist, innerhalb einer Aktienkategorie Privilegien einzuführen und damit bestimmte Aktionäre gegenüber anderen zu bevorzugen. Die Einführung der vorgeschlagenen Loyalitätsaktien würde damit ein Paradigmenwechsel darstellen (Chabloz, 2022, S. 31).

Damit ist festzuhalten, dass die Möglichkeiten für Loyalitätsaktien unter geltendem Recht gemäss herrschender Lehre nur eingeschränkt vorhanden sind. Selbst wenn andere Rechtswissenschaftler auch Argumente für eine bereits bestehende Zulässigkeit sehen (Burckhardt, 2020), bleibt doch festzuhalten, dass über die Zulässigkeit von Loyalitätsaktien zumindest eine grosse Rechtsunsicherheit besteht, welche Gesellschaften an der Einführung hindern wird. Diese Rechtsunsicherheit wurde auch von einigen befragten Personen bestätigt: So äusserten sich vereinzelt Unternehmensvertreter dahingehend, dass sie sich zwar mit der Einführung von Loyalitätsprivilegien auseinandergesetzt hatten, diese aber aufgrund der Rechtsunsicherheit nicht gewagt haben. Deshalb gehen wir von einem Bedarf für eine Anpassung des Obligationenrechts aus, sollte der Gesetzgeber zu dem Schluss kommen, dass Loyalitätsaktien gefördert werden sollen.

### 3.4 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 1

Besteht ein Bedarf für ein staatliches Handeln? Zur Beantwortung dieser Frage muss erstens geklärt werden, ob es nicht bereits unter bestehendem Recht möglich wäre, Loyalitätsaktien einzuführen. Gemäss dem Rechtsgutachten, das Frau Prof. Chabloz (2022) parallel zu der vorliegenden Studie erarbeitet hat, gehen wir davon aus, dass dies noch nicht möglich ist bzw. dass zumindest

---

<sup>6</sup> Zudem umfasst Chabloz (2022) einen internationalen Rechtsvergleich. Dieser hält u.a. fest, dass die vorgeschlagenen Bestimmungen in der Schweiz über das hinaus gehen, was im Ausland in Bezug auf Loyalitätsaktien üblich ist (S.4).

eine grosse Rechtsunsicherheit für die Unternehmen besteht, welche sie daran hindern dürfte, Loyalitätsaktien einzuführen. Die befragten Unternehmensvertreterinnen bestätigen die Hypothese der Rechtsunsicherheit.

Zur Beantwortung der Frage, ob ein Bedarf für ein staatliches Handeln besteht, haben wir zweitens das Problem untersucht, das mit Loyalitätsaktien adressiert werden soll. Der sogenannte Short-Termism ist das Hauptproblem, das mit Loyalitätsaktien adressiert werden soll. Aber besteht dieses Problem auch in der Schweiz? Wie gross ist es und rechtfertigt es ein staatliches Handeln? Zur Beantwortung dieser Frage haben wir eine Analyse der internationalen Fachliteratur durchgeführt und Vertreterinnen und Vertreter Schweizer Unternehmen sowie Fachpersonen befragt.

Unserer Ansicht nach ist das Problem des Short-Termism in der wissenschaftlichen Fachliteratur theoretisch plausibel dargelegt. Auch die empirische Evidenz, die für die Existenz des Problems angeführt wird, halten wir insgesamt für überzeugend. Zur Situation in der Schweiz sind bislang zwar noch keine Studien durchgeführt worden. Der Kapitalmarkt ist allerdings hochgradig internationalisiert. So gehen wir davon aus, dass sich Investoren in der Schweiz nicht anders verhalten als ausserhalb der Schweiz.

Die überwiegende Mehrheit der befragten Unternehmensvertreterinnen sahen im Short-Termism jedoch kein akutes Problem. Allerdings konnten wir im Rahmen der Studie nur eine kleine Stichprobe von Unternehmen befragen, die auch nicht zufällig ausgewählt war. Somit können wir keinen Anspruch auf Repräsentativität erheben.

Die Befragten haben darauf hingewiesen, dass die Bedeutung passiver Investoren in den letzten Jahren stark gewachsen ist. Die wachsende Beteiligung passiver Investoren an vielen Schweizer Unternehmen mag dazu geführt haben, dass das Problem Short-Termism heute weniger akut ist. In der wissenschaftlichen Fachliteratur hat dieser Umstand bislang noch keine umfassende Berücksichtigung gefunden.

Möglicherweise tritt Short-Termism aber nur bei manchen Unternehmen und in manchen Phasen im Lebenszyklus eines Unternehmens auf. Aktuell scheint es kein übergeordnetes Problem zu sein. Dennoch kann die Existenz des Problems des Short-Termism nicht geleugnet werden. So besteht grundsätzlich auch ein Bedarf für ein staatliches Handeln, wengleich der Bedarf aktuell nicht besonders gross sein mag.

## 4. Prüfpunkt 2: Alternative Handlungsoptionen

Gemäss dem RFA-Handbuch unterscheiden wir zwischen alternativen Regelungsinstrumenten und alternativen Regelungsinhalten.

### 4.1 Alternative Regelungsinstrumente

Potentiell sind eine Reihe alternativer Regelungsinstrumente denkbar, mit denen das Problem des Short-Termisms adressiert werden könnte. Von den im Rahmen der Studie befragten Fachleuten sowie Unternehmens- sowie Verbandsvertreterinnen wurden einige Alternativen genannt. Teilweise visieren sie ebenfalls eine Verlängerung der Haltedauer an, teilweise fokussieren sie direkt darauf, die langfristige Ausrichtung der Unternehmensführung zu stärken.

*Transparenz erhöhen:* Einige der befragten Investorinnen und Fonds-Manager forderten die Transparenz- und Reporting-Pflichten der Unternehmen im ESG-Bereich auszudehnen. So wurden bspw. die neu von der EU-Kommission vorgeschlagene Novellierung der Corporate Social Responsibility-Richtlinie 2014/95/EU genannt, sowie das TCFD-Reporting. Dieser Reporting-Standard geht auf die Task Force on Climate Related Financial Disclosures (TCFD) zurück. Sie wurde im Dezember 2015 vom G20-Rat für Finanzstabilität eingerichtet. In TCFD-Reports informieren Unternehmen Investoren darüber, was sie tun, um die Risiken des Klimawandels abzumildern und machen transparent, wie sie selbst durch den Klimawandel gefährdet sind.

Nach der knappen Ablehnung der Konzernverantwortungsinitiative, hat der Bundesrat am 18. August 2021 entschieden dem indirekten Gegenvorschlag zu folgen und mittels einer separaten Vollzugsverordnung diese Berichterstattungspflichten der TCFD im Obligationenrecht umzusetzen. Die entsprechende Vorlage befindet sich gerade in der Vernehmlassung (Bundesrat, 2022).

*Verlängerung Amtszeit Verwaltungsräte:* Die im Obligationenrecht vorgegebene Amtsdauer für Verwaltungsräte könnte verlängert werden. Dies würde es dem Verwaltungsrat ermöglichen, eher längerfristige Strategien umzusetzen, ohne um die Wiederwahl fürchten zu müssen.

*Steuerliche Förderung längerer Haltedauern:* Eine Möglichkeit besteht potentiell ebenfalls darin, durch die Erhebung einer Steuer auf Aktientransaktionen die Anreize für kurzfristigen Spekulationshandel zu reduzieren (Tobin Tax). Ein weiteres potentielles Instrument im steuerlichen Bereich wäre eine erhöhte Besteuerung aus Gewinnen von Aktienverkäufen, wenn diesen nur eine kurze Haltedauer (z.B. unter 12 Monaten) voranging. Allerdings konnten diese potentiellen Alternativen im Rahmen der vorliegenden Studie nicht vertieft geprüft werden und müssten noch einmal gesondert geprüft werden. Gegen diese Alternativen einzuwenden wäre sicher, dass der administrative Aufwand für die Umsetzung solcher steuerlichen Instrumente wohl eher gross ausfallen würde. Zudem wird die Liquidität des Aktienmarktes geschwächt, was sich negativ auf die Allokationseffizienz des verfügbaren Kapitals auswirkt.

**Tabelle 2: Bewertung der alternativen Regelungsinstrumente**

Variante	Vorteile	Nachteile
Transparenzpflichten	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Setzt direkt an den Nachhaltigkeitszielen an</li> <li>- Fördert eine langfristige Orientierung auf Unternehmens- und Aktionärsseite</li> <li>- Reduziert Informationsprobleme und erhöht somit die Allokationseffizienz des Marktes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zusätzlicher Aufwand für die Unternehmen, der sich jedoch potentiell dadurch reduziert, dass viele Unternehmen dazu im Ausland sowieso schon verpflichtet sind oder freiwillig sowieso schon ein derartiges Reporting machen (Sowieso-Kosten)</li> </ul>
Verlängerung der Amtszeiten der Verwaltungsräte	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ermöglicht Verwaltungsräten eine längerfristige Perspektive einzunehmen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Setzt nicht direkt am Problem des Short-Termism an.</li> </ul>
Steuerliche Massnahmen (Förderung oder Tobin-Tax)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Volatilität der Märkte wird potentiell reduziert</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Führen zu Transaktionskosten und schwächen die Allokationseffizienz des Marktes</li> <li>- Schwächen die Liquidität</li> <li>- Vollzugs- und Regulierungskosten</li> <li>- Setzen nicht direkt am Problem des Short-Termism an</li> </ul>

In der obenstehenden Tabelle beschreiben wir kurz die Vor- und Nachteile der einzelnen Instrumente.

Grundsätzlich drängt sich keines der Instrumente auf. Die Einführung weiterer Reporting-Pflichten scheint noch das beste Kosten-Nutzen-Verhältnis zu haben. Eine vertiefte Analyse dieser Variante und ein systematischer Vergleich mit dem Instrument der Loyalitätsaktien ist im Rahmen der vorliegenden Studie aber nicht möglich.

## 4.2 Alternative Regelungsinhalte

*Schutz der Minderheitsaktionäre:* Die Ausgestaltung von Loyalitätsanreizen könnte im Gesetz in Bezug auf den Schutz von Minderheitsaktionären eingeschränkt werden. Anstatt den Entscheidung über eine Obergrenze des Aktienkapitals für die Gewährung von Loyalitätsaktien den Gesellschaften zu überlassen, könnte diese vom Gesetzgeber vorgegeben werden. Demnach wären Aktionärinnen nur zu den Privilegien berechtigt, wenn ihre Anteile den vorgeschriebenen Maximalanteil nicht überschreiten. Auf diese Weise könnten die weiter unten beschriebenen Nachteile hinsichtlich des Minderheitenschutzes umgangen werden.

*Beschränkung auf Loyalitätsdividenden:* Anstelle der Ermöglichung aller Varianten der Loyalitätsaktien könnte auch nur eine Auswahl vorgesehen werden. Gemäss den Auskünften der Fachpersonen würde sich dabei eine Beschränkung auf die Variante der Loyalitätsdividenden anbieten. Diese hat gemäss den Aussagen vieler zwei entscheidende Vorteile gegenüber der anderen Varianten: Erstens ist die Problematik des Minderheitenschutzes geschmälert, da die Privilegien sich nicht auf die Menge der Aktien auswirken (siehe Kapitel 5.5.5). Zweitens sind Loyalitätsdividenden es klarer und einfacher nachvollziehbar als die anderen Formen, so dass die Anreizwirkung klarer ersichtlich sei und es weniger Detailregelungen bedarf.

### 4.3 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 2

Abschliessend ist festzuhalten, dass kaum alternative Regelungsinstrumente genannt wurden, resp. die genannten teilweise auch keiner gesetzlichen Regelung, sondern einer Verhaltensänderung der involvierten Akteure bedürfen würden. Aus unserer Sicht sind somit im Weiteren keine alternativen Regelungsinstrumente in Betracht zu ziehen.

Hingegen erachten wir zwei Varianten von alternativen Regelungsinhalten als prüfenswert: Die Variante mit der festgelegten Obergrenze zum Schutz der Minderheitsaktionärinnen sowie die Beschränkung auf die Loyalitätsdividenden. Diese beiden Varianten werden in den weiteren Prüfpunktanalysen mitberücksichtigt und dabei geprüft, ob sie sich angesichts der noch zu beschreibenden Auswirkungen der Massnahme als sinnvoll erweisen könnten. Da Stimmrechtsprivilegien im politischen Prozess bereits abgelehnt wurden und auch von unseren Gesprächspartnerinnen mehrheitlich kritisch beurteilt wurden, wird diese Variante nicht weiterverfolgt.

## 5. Prüfpunkt 3: Auswirkungen auf gesellschaftliche Gruppen

Unter dem RFA-Prüfpunkt 3 untersuchen wir, wie die Massnahme auf unterschiedliche gesellschaftliche Gruppen wirken würde. Wir prüfen, ob und wie die Massnahme wirkt, und wir schätzen die potentiellen Kosten und Nutzen für die betroffenen Gruppen ab. Dazu gehen wir folgendermassen vor:

- In Abschnitt 5.1 präsentieren wir noch einmal die zu prüfenden Szenarien.
- In Abschnitt 5.2 prüfen und dokumentieren wir in einer Relevanzanalyse welche Akteursgruppen potentiell und auf welche Weise von der Massnahme betroffen wären. Auf dieser Basis priorisieren wir, für welche Gruppen wir Auswirkungen vertieft untersuchen.
- In Abschnitt 5.3 präsentieren wir das Wirkungsmodell, in dem wir unsere zentralen Wirkungshypothesen systematisch erfassen, die wir dann in der folgenden Wirkungsanalyse überprüfen.
- In den Abschnitten 5.4 und 5.5 präsentieren wir die Ergebnisse unserer Untersuchungen der Auswirkungen auf die potentiell betroffenen Akteursgruppen.
- In Abschnitt 5.6 fassen wir die Ergebnisse unserer Untersuchungen zu den Auswirkungen in einem Zwischenfazit zusammen.

## 5.1 Definition der zu prüfenden Szenarien

In der Wirkungsanalyse vergleichen wir die folgenden Szenarien miteinander:

- *Null-Szenario*: Die Massnahme wird nicht eingeführt. Wir prüfen, welche Entwicklungen in diesem Szenario zu erwarten sind. So besteht die Möglichkeit, dass sich der Trend der zunehmend kurzfristigen Orientierung fortsetzt und das Problem des Short-Termism verstärkt. Abgesehen davon ist nicht von einer Veränderung der Situation auszugehen.
- *Referenzszenario*: Die Massnahme wird eingeführt. Diese umfasst die Varianten der Loyalitätsanreize, die der Nationalrat 2018 beschlossen hat (siehe Abschnitt 2). Demnach stünden alle dabei vorgesehenen Formen der Loyalitätsaktien den Gesellschaften zur freiwilligen Einführung zur Verfügung.

## 5.2 Potentiell betroffene Akteure – Relevanzanalyse

Eingehend führen wir eine Relevanzanalyse durch. Dazu orientieren wir uns an den Kriterien der RFA-Checkliste und bewerten auf Basis der uns vorliegenden Informationen, ob relevante Auswirkungen auf die jeweiligen Gruppen bzw. Bereich zu erwarten sind. Auf Basis der Relevanzanalyse nehmen wir dann eine Priorisierung der Auswirkungsbereich vor, die wir unter Prüfpunkt 3 und 4 vertieft analysieren.

**Tabelle 3: Relevanzanalyse**

Betroffene Akteure/Bereiche	Relevanz	Begründung
<b>Auswirkungen auf einzelne gesellschaftliche Gruppen (RFA-Prüfpunkt 3)</b>		
Unternehmen (die Loyalitätsaktien einführen)	Gering bis mittel	<p><i>Betroffene</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Direkt betroffen wären börsenkotierte Aktiengesellschaften. Ihnen würde die Einführung von Loyalitätsanreizen ermöglicht. Derzeit sind 254 Aktienemittenten an der SIX Swiss Exchange gelistet, 246 inländische und 28 ausländische (SIX, 2022).</li> <li>– Für Unternehmen, die <i>keine</i> Loyalitätsaktien einführen, erwarten wir <i>keine</i> Auswirkungen.</li> </ul> <p><i>Direkte Regulierungskosten:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Einführungskosten: <ul style="list-style-type: none"> <li>– Anpassung der Statuten, Schaffung der technischen Möglichkeiten, um die Haltedauer zu überwachen</li> <li>– Beratungskosten (Kanzleien, Beratungsunternehmen, Stimmrechtsberater etc.)</li> </ul> </li> <li>– Laufende Kosten: Administrative und technische Abwicklung</li> </ul>

Betroffene Akteure/Bereiche	Relevanz	Begründung
		<p><i>Indirekte Regulierungskosten</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Unternehmen die Loyalitätsaktien einführen: Erhöhung der Finanzierungskosten:</li> <li>– Die Einführung von Loyalitätsaktien könnte sich vermutlich auf den Ausgabepreis und Kurswert auswirken</li> <li>– Verringern Loyalitätsaktien die Liquidität, könnte die Volatilität steigen und den Kurswert belasten (Illiquidity Premium)</li> <li>– Notwendigkeit, Rücklagen zu bilden, um die Privilegien auszahlen zu können.</li> </ul> <p><i>Nutzen</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Stabileres Aktionariat</li> <li>– Möglichkeit, nachhaltiger zu wirtschaften</li> <li>– Durchführung von Sanierungs- und Transformationsprozess (Digitalisierung und Dekarbonisierung)</li> <li>– Langfristigere strategische Ausrichtung</li> <li>– Signalwirkung gegenüber potentiellen Investorinnen zur langfristigen Orientierung</li> </ul>
Unternehmen, Investorinnen und Aktionäre (die Loyalitätsaktien halten)	Gering bis mittel	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Betroffen wären Fondsgesellschaften, Pensionskassen, Versicherungen und Banken (institutionelle Investoren) sowie sonstige Unternehmen und Privatpersonen, die Aktien halten.</li> <li>– Umverteilung: Aktionäre ohne Loyalitätsprivilegien werden benachteiligt. Langfristig orientierte Aktionärinnen profitieren hingegen von den Privilegien.</li> <li>– Entrenchment effect: Kurzfristiger Einfluss auf das Management reduziert sich. Anreiz für einen Exit/Verkauf geringer.</li> </ul>
Haushalte	Gering	Insofern Haushalte Loyalitätsaktien halten , geringe Auswirkungen (siehe oben bei Aktionäre)
Staat	Gering	Der Gesetzgeber müsste das Obligationenrecht anpassen.
Regionen	Keine	Nicht relevant.
Organisationen	Keine	Nicht relevant.
Ausland	Keine	Nicht relevant.

#### Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft, Gesellschaft und Umwelt (RFA-Prüfpunkt 4)

Märkte	Gering bis mittel	<ul style="list-style-type: none"> <li>– <i>Produktmärkte</i>: Nicht relevant.</li> <li>– <i>Arbeitsmarkt</i>: Nicht relevant.</li> <li>– <i>Finanzmarkt</i>:</li> </ul>
--------	-------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Betroffene Akteure/Bereiche	Relevanz	Begründung
		<ul style="list-style-type: none"> <li>– Dort wo Loyalitätsaktien eingeführt werden, ist es möglich, dass sich die Liquidität der betroffenen Titel verschlechtert.</li> <li>– Die Volatilität des Aktienmarktes könnte sich geringfügig reduzieren, abhängig davon wie viele Unternehmen Loyalitätsaktien tatsächlich einführen.</li> </ul>
Sachkapital und Infrastruktur	Keine	Nicht relevant.
Wissen und Technologie	Gering bis mittel	Möglicherweise nutzen Unternehmen Loyalitätsaktien, um vermehrt Investitionen in Humankapital, Forschung und Entwicklung und Innovationen zu investieren, statt Buy-backs durchzuführen oder Dividenden auszuschütten, um den Aktienkurs kurzfristig zu stärken.
Wirtschaftswachstum und -entwicklung	Gering	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Helfen Loyalitätsaktien den Unternehmen, langfristiger zu investieren, kann dies zu einer Stärkung der Produktivität, Beschäftigung und des BIP-Wachstums führen. Basierend auf der Annahme, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen werden und, dass die Wirkung von Loyalitätsaktien vermutlich gering ist, gehen wir aber nicht davon aus, dass dies zu messbaren Auswirkungen auf die Produktivität, Beschäftigung und das BIP führen würde.</li> <li>– Entrenchment effect: Kurzfristiger Einfluss auf das Management reduziert sich. Verschlechterung der Aufsicht/Corporate-Governance führt potentiell zu einer Verschlechterung der Unternehmensführung.</li> <li>– Es ist theoretisch plausibel, dass die Stärke konjunktureller Schwankungen potentiell dadurch verringert wird, dass die Volatilität des Aktienmarktes abnimmt. Allerdings gehen wir auch hier nur von geringfügigen Auswirkungen aus.</li> </ul>
Wettbewerb und internationale Öffnung	Keine	Nicht relevant.
Wirtschaftsstandort	Gering	<ul style="list-style-type: none"> <li>– <i>Marktzugang zu internationalen Märkten:</i> Nicht relevant.</li> <li>– <i>Wettbewerbsfähigkeit und Standortattraktivität:</i> Potentiell könnte die Einführung von Loyalitätsaktien die Standortattraktivität verringern. In Frankreich sank bspw. der Zustrom an Direktinvestitionen nach der Einführung von Loyalitätsaktien. Allerdings dürfte der Effekt auf die Standortattraktivität äusserst gering ausfallen, wenn wir davon ausgehen, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen werden und die Wirkung der Einführung vermutlich gering ist.</li> <li>– <i>Internationale Akzeptanz der Regulierung:</i> Insofern mehrere Länder bereits Loyalitätsaktien eingeführt haben, kann von einer ausreichenden internationalen Akzeptanz ausgegangen</li> </ul>



Betroffene Akteure/Bereiche	Relevanz	Begründung
		werden. Allerdings sind i.d.R. andere Formen der Loyalitätsprivilegien verbreitet.
Gesellschaft	Gering	Insofern die Einführung von Loyalitätsaktien Unternehmen hilft, stärker auf soziale Nachhaltigkeit zu achten, wäre ein gesellschaftlicher Nutzen zu erwarten. Davon ausgehend, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen werden und die Wirkung der Einführung vermutlich gering ist, erwarten wir diesbezüglich allerdings nur sehr geringe Auswirkungen.
Umwelt	Gering	Insofern die Einführung von Loyalitätsaktien Unternehmen hilft, stärker auf ökologische Nachhaltigkeit zu achten, wäre ein gesellschaftlicher Nutzen zu erwarten. Loyalitätsaktien könnten bspw. genutzt werden, um die Investitionen zu tätigen, die notwendig sind, um die Dekarbonisierung eines Unternehmens voranzutreiben. Davon ausgehend, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen werden und die Wirkung der Einführung vermutlich gering ist, erwarten wir diesbezüglich allerdings nur sehr geringe Auswirkungen.

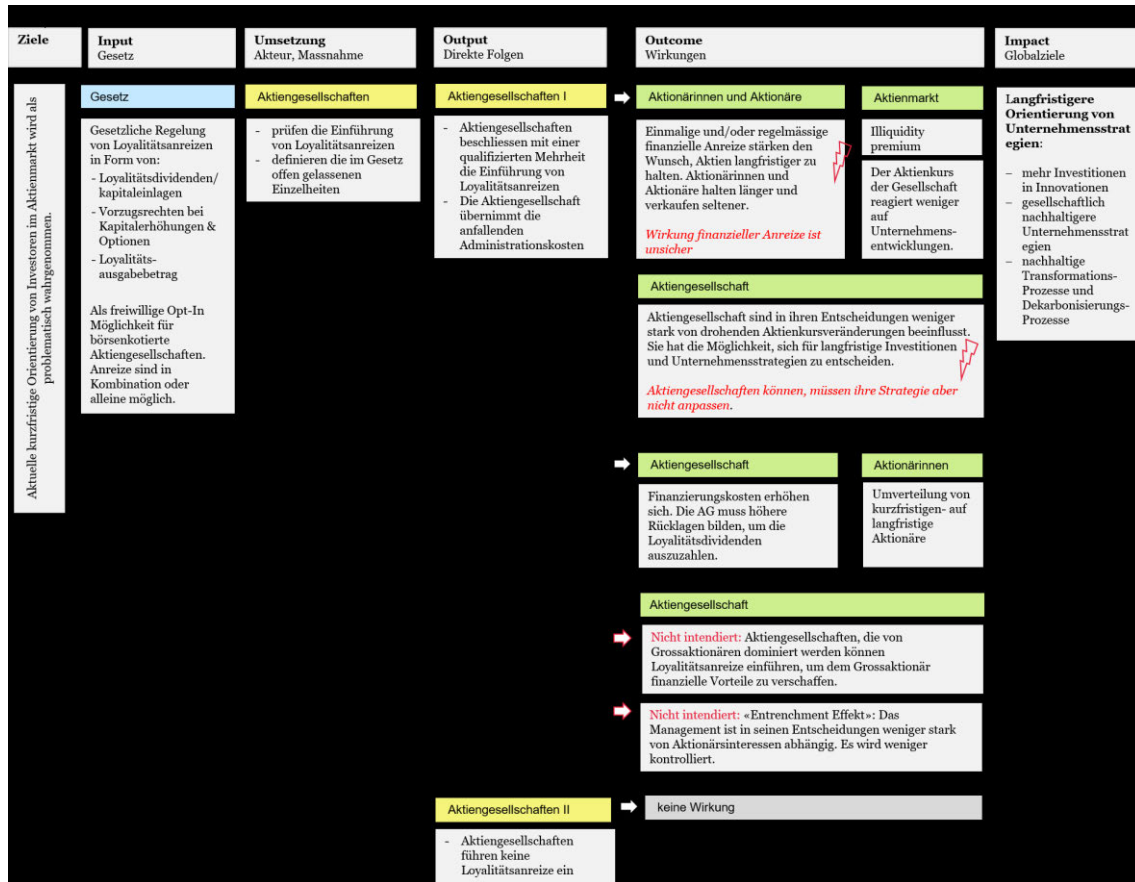
Auf Basis der Relevanzanalyse priorisieren wir unter RFA-Prüfpunkt 3 und 4 die Auswirkungen auf folgende Bereiche:

- Prüfpunkt 3:
  - Unternehmen, die potentiell Loyalitätsaktien einführen
  - Investorinnen und Aktionäre
- Prüfpunkt 4:
  - Finanzmarkt
  - Wissen und Technologie
  - Gesellschaft
  - Umwelt

### 5.3 Wirkungsmodell

Das Wirkungsmodell fasst die Annahmen hinsichtlich der potentiellen Wirkungen der Massnahme zusammen. Die Annahmen haben wir primär aus der wissenschaftlichen Literatur abgeleitet. In der im Folgenden präsentierten Analyse haben wir diese Wirkungsannahmen auf der Basis von Fachgesprächen, einer Dokumenten und Datenanalyse überprüft.

Abbildung 2: Wirkungsmodell



Quelle: Eigene Darstellung

In den folgenden Abschnitten präsentieren wir die Ergebnisse unserer Analysen zu den Auswirkungen auf die unterschiedlichen Akteurs-Gruppen, die gemäss unserer Relevanzanalyse besonders stark von der Massnahme betroffen wären.

## 5.4 Auswirkungen auf börsenkotierte Unternehmen

Hinsichtlich der Unternehmen, stellen sich aus Perspektive der Wirkungsmessung verschiedene Fragen:

1. Welche und wie viele Unternehmen würden überhaupt von der Möglichkeit Gebrauch machen, Loyalitätsaktien tatsächlich einzuführen?
2. Wie gross ist das Lenkungspotential? Würden Loyalitätsaktien auf Managementseite dem Problem Short-Termism entgegenwirken? Inwiefern haben Loyalitätsaktien das Potential das Verhalten des Managements zu verändern?
3. Welche Kosten und Nutzen kommen auf die Unternehmen zu?

In den folgenden Unterabschnitten beantworten wir diese Fragen der Reihe nach.

## 5.4.2 Würden Unternehmen die Möglichkeit nutzen, Loyalitätsaktien einzuführen?

Würden die gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Einführung von Loyalitätsaktien geschaffen, hiesse das nicht automatisch, dass die Unternehmen auch von der Möglichkeit Gebrauch machen würden, Loyalitätsaktien tatsächlich einzuführen. Denn die Einführung wäre erstens freiwillig und zweitens wäre eine Stimmmehrheit auf der Generalversammlung notwendig (vgl. Eckwerte in Abschnitt 2.1). Die Antwort auf die Frage, wie viele Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden, ist entscheidend dafür, wie stark die Auswirkungen einer gesetzlichen Ermöglichung von Loyalitätsaktien ausfallen.

### Null-Szenario

Ohne die Schaffung der notwendigen rechtlichen Rahmenbedingungen würden vermutlich keine Unternehmen Loyalitätsaktien einführen. Die im Rahmen der Studie befragten Unternehmensvertreterinnen waren der Ansicht, dass die Einführung unter geltendem Recht nicht möglich sei bzw. die Rechtsunsicherheit zu hoch sei, um eine Einführung zu wagen. Ein ehemaliger Verwaltungsratspräsident berichtete bspw., dass sein Unternehmen sich vor rund zehn Jahren intensiv mit dem Thema beschäftigt hatte. Aufgrund der Rechtsunsicherheit entschied sich das Unternehmen dann aber dazu, keine Loyalitätsaktien einzuführen.

### Referenzszenario

Von den Unternehmensvertreterinnen, die wir im Rahmen der Studie befragt haben, gab keine an, Loyalitätsaktien direkt einführen zu wollen. Ein Teil der Befragten sagte, dass sie die Einführung prüfen würden, sollten die rechtlichen Möglichkeiten dafür geschaffen werden. Ein weiterer Teil der Befragten lehnte die Einführung von Loyalitätsaktien klar ab. Auch das heutige Management des Unternehmens, das – wie oben erwähnt – damals die Einführung geprüft hat, positionierte sich heute klar dagegen.

Zu den Unternehmen, die angegeben haben, dass sie Loyalitätsaktien nicht einführen würden, zählen insbesondere auch die Unternehmen, deren Aktien nicht nur an der Schweizer Börse SIX, sondern auch an einer ausländischen Börse gehandelt werden. Gerade grosse börsenkotierte Unternehmen wie beispielsweise die ABB, Credit Suisse, UBS und Novartis sind auch an ausländischen Börsen kotiert (Dual Listing). Selbst wenn die Schweizer Gesetzgeberin die Möglichkeiten für die Einführung von Loyalitätsaktien schaffen würde, würden Unternehmen mit sogenannten Dual-Listings Loyalitätsaktien nicht einführen können, wenn dies in der jeweiligen Rechtsordnung des Landes, in dem ihre Aktien ebenfalls kotiert sind, nicht erlaubt ist.

Ein Teil der befragten Vertreterinnen börsenkotierter Unternehmen sagte zudem, dass sie eine Einführung davon abhängig machen würden, wie die Stimmrechtsvertreter wie bspw. Ethos, Actares, ISS oder Glass, Lewis & Co. sich gegenüber Loyalitätsaktien positionieren würden. Tendenziell vertreten diese eine One-Share-One-Vote-Philosophie. Wie sich die Stimmrechtsvertreter in der Praxis bezüglich Loyalitätsaktien positionieren werden, scheint heute jedoch noch unklar. Im Rahmen der Studie konnten wir nur einen Stimmrechtsvertreter befragen, der sich zum Thema Loyalitätsaktien Stand heute noch keine klare Position gebildet hat. Von den grossen Stimmrechtsvertretern hat sich bislang nur Glass, Lewis & Co. zu Loyalitätsaktien positioniert – und zwar klar dagegen. Im Folgenden zitieren wir aus der Stellungnahme des Unternehmens zur Vernehmlassung zur Einführung von Stimmrechtprivilegien in Spanien im Jahr 2019:

«While recognising that such loyalty incentives for shareholders may accomplish the intended effect of maintaining a stable share ownership structure and decreasing volatility, we believe the benefit to shareholders of such measures has not been sufficiently proven by academic literature nor have the consequences been fully studied. As a result, Glass Lewis is generally opposed to measures that treat shareholders unequally. In general, we do not favour the creation or extension of stock with differential voting rights as it implicitly creates multiple classes of stock, which we believe is detrimental to the equal exercise of shareholder rights. These concerns are even more pronounced in markets such as Spain, with a large number of companies with a concentrated shareholder structure, where control could be further cemented at the expense of minority shareholders. Indeed, we have observed that in practice, in the markets where loyalty shares are offered, they often serve to entrench the interests of families or other large shareholders at companies with poor governance practices. » (Glass, Lewis & Co., 2019)

Auch in der Schweiz weisen viele Unternehmen eine konzentrierte Aktionariatsstruktur auf. So gehen wir davon aus, dass sich Glass, Lewis & Co. auch in der Schweiz gegen eine Einführung stellen würde. Wenngleich die anderen Stimmrechtsvertreter sich noch nicht klar positioniert haben, gehen wir davon aus, dass die Aussagen von Glass Lewis zumindest zu Unsicherheit bei den Unternehmen führen dürfte, die eine Einführung erwägen.

Hinzukommt, dass nicht alle Unternehmen, die Loyalitätsaktien einführen wollen, dazu auch in der Lage sein werden. Denn die Einführung muss von einer qualifizierten Mehrheit der Stimmberechtigten auf der Generalversammlung beschlossen werden. Unternehmen, deren Aktionariatsstruktur von Grossaktionären mit langfristiger Orientierung geprägt ist, dürfte es leichter fallen, die notwendigen Mehrheiten zu erreichen. Schliesslich würden die langfristig haltenden Grossaktionäre von der Einführung profitieren.

Deutlich schwerer dürfte es jedoch den Unternehmen fallen, die notwendige Mehrheit für eine Einführung von Loyalitätsaktien zu mobilisieren, deren Aktionariat stärker von kleineren und kurzfristig orientierten Aktionären geprägt ist. Schliesslich haben Aktionäre kein Interesse, der Einführung von Loyalitätsaktien zuzustimmen, wenn sie ohnehin nicht planen die Aktien des Unternehmens so lange zu halten, dass sie von den Loyalitätsprivilegien profitieren würden. So scheint die Einführung genau für die Unternehmen vergleichsweise weniger wahrscheinlich, für die Short-Termism tendenziell ein grösseres Problem ist.

Auch Unternehmen deren Aktionariat sich zu einem grossen Teil von Stimmrechtsvertretern wie Glass Lewis vertreten lässt, dürfte es schwerfallen Loyalitätsaktien einzuführen. Wie oben erwähnt, haben sich Glass Lewis bereits öffentlich gegen Loyalitätsaktien positioniert.

### **5.4.3 Lenkungspotential: Auswirkungen auf das Management**

Im vorliegenden Abschnitt untersuchen wir, wie sich das Verhalten des Managements solcher Unternehmen verändern würde, die Loyalitätsaktien einführen. Wie in der Literaturanalyse in Abschnitt 3.1 erläutert, ist Short-Termism ein Problem, das zum Teil auch auf Seiten des Managements zu verorten ist. In der Erwartung, dass die Aktionäre nur auf den aktuellen Kurswert achten und in dem Wissen, dass ihr Gehalt direkt vom Kurswert abhängt, scheut das Management sich davor, langfristige Investitionen zu tätigen – so die Theorie.

## **Nullszenario**

Nur wenige der befragten Unternehmensvertreterinnen sahen eine Herausforderung darin, aufgrund des Short-Termism des Aktienmarktes in das langfristige Wohl einer Unternehmung zu investieren. Nur einzelne Unternehmensvertreter nannten Beispiele von Innovationsprojekten, die nicht angegangen oder abgebrochen werden mussten.

Gemäss der oben zusammengefassten Literatur (siehe Abschnitt 3.1) gibt es jedoch durchaus Evidenz dafür, dass das Handeln des Managements vom Short-Termism des Aktienmarktes beeinflusst wird. Auch wenn sich dies in den wenigen Gesprächen, die wir im Rahmen der Studie geführt haben, nicht direkt bestätigt hat, sehen wir keinen Grund die Befunde der Literatur zu bezweifeln.

## **Referenzszenario**

Laut den Befragten hängt die Fähigkeit, langfristig zu wirtschaften, hauptsächlich davon ab, wie die langfristige Strategie eines Unternehmens kommuniziert wird. Stimmt die Kommunikation, werden langfristig orientierte Strategien auch vom Aktionariat mitgetragen. Die Mehrheit der Befragten sah deshalb keinen Bedarf und keinen Mehrwert in Loyalitätsaktien.

Zudem ist die Haltedauer von Aktien, die potentiell durch die Loyalitätsaktien verlängert werden könnte, nur einer von vielen Faktoren, der das Verhalten des Managements beeinflussen. So wiesen einige Befragte darauf hin, dass der entscheidende Einflussfaktor die Anreizstruktur ist, die durch die Managementvergütung geschaffen wird. Im Vergleich zur Managementvergütung, so die Befragten, dürfte die Einführung von Loyalitätsaktien nur einen geringen Einfluss auf das Verhalten des Managements haben.

Schliesslich mag die Einführung von Loyalitätsaktien einen Anreiz für Aktionäre schaffen, sich ins Aktienbuch einzutragen. Die Einführung mag also das Problem, das Dispoaktien darstellen, reduzieren. Werden die Aktionäre auf diese Weise erstmals bekannt, eröffnen sich dem Management neue Möglichkeiten, direkt auf die Aktionäre zuzugehen und ggf. für eine längere Haltedauer bei diesen zu werben.

## **5.4.4 Nutzen**

Wie wir im Folgenden erläutern, gehen wir nicht davon aus, dass diejenigen Investorinnen und Aktionäre, die sich durch eine kurze Haltedauer auszeichnen, Aktien aufgrund von Loyalitätsprivilegien länger halten werden. Bei dieser Gruppe erwarten wir kaum eine Verhaltenswirkung. (siehe Abschnitt 5.5).

Allerdings halten wir es für möglich, dass die Titel der Unternehmen, die Loyalitätsaktien einführen, vermehrt von Investoren nachgefragt werden, die ohnehin schon einen langfristigeren Anlagehorizont haben wie bspw. Pensionskassen oder aktiv gemanagten Fonds mit Dividendenstrategien. Für die Unternehmen, die Loyalitätsaktien einführen, mag dies zu einer längeren Haltedauer führen.

Dabei darf das kreative Potential der Unternehmen nicht unterschätzt werden. Sofern die gesetzlichen Rahmenbedingungen geschaffen werden, kann es gut sein, dass Unternehmen beginnen, mit Loyalitätsaktien zu experimentieren. Manche Versuche werden scheitern. Möglicherweise

wird es aber auch Unternehmen geben, die Wege finden, Loyalitätsanreize erfolgreich in ihre Unternehmensstrategie und –kommunikation zu integrieren. So kann bspw. mit der Einführung von Loyalitätsaktien potentiell ein Signal an zukünftige Investorinnen gesendet werden, dass das Unternehmen seinen Fokus auf Nachhaltigkeit legt.

Ein sekundärer Nutzen mag daran liegen, dass mit Loyalitätsanreizen der Bestand von Dispoaktien reduziert werden könnte (Chabloz 2022).

### **5.4.5 Kosten**

Die Einführung von Loyalitätsaktien würde administrative Kosten verursachen (siehe auch Kapitel 7.3). Die Gesellschaften müssten die entsprechenden Statuten und die Abstimmung in der Generalversammlung vorbereiten. Im Rahmen der späteren laufenden Umsetzung im Fall der Einführung müssten die Unternehmen dokumentieren, wie lange die Aktionäre ihre Aktien halten. Dafür ist jedoch das Aktienbuch da. Laut den meisten befragten Fachpersonen sind die auf diese Weise entstehenden Kosten jedoch vernachlässigbar. Vereinzelt gingen Unternehmen jedoch von einem merklichen Mehraufwand bei der Identifikation der Berechtigten anhand des Aktienregisters aus.

Zudem mag die Einführung von Loyalitätsaktien die Liquidität eines Titels verschlechtern – insbesondere bei solchen Unternehmen, bei denen die Liquidität ohnehin schon niedrig ist. Eine Verschlechterung der Liquidität bedeutet, dass sich die Finanzierungskosten für die betroffenen Unternehmen erhöhen, da der Markt generell einen Illiquidity Premium verlangen würde. Zudem werden Aktienrückkäufe schwieriger.

## **5.5 Auswirkungen auf die Investorinnen und Aktionäre**

Wie in Abschnitt 3.1 erläutert ist Short-Termism ein Problem, das in der Literatur grösstenteils auf das Verhalten der Aktionäre zurückgeführt wird. Die Aktionäre nutzen die Volatilität der Märkte, um kurzfristig Gewinne zu erzielen, statt in das langfristige Wachstum der Unternehmen zu investieren – so die Theorie.

Im vorliegenden Abschnitt erörtern wir, ob und inwieweit die Einführung von Loyalitätsaktien die Aktionäre von diesem Verhalten abbringen kann. Können Loyalitätsaktien die Investorinnen und Aktionäre dazu bringen, Aktien länger zu halten?

Zur Beantwortung dieser Frage, differenzieren wir zwischen unterschiedlichen Typen von Investoren und Aktionären.

### **5.5.1 Aktive, kurzfristig orientierte Investoren**

Aktive, kurzfristig orientierte Investoren zeichnen sich dadurch aus, dass sie – anders als passive Investoren – aktive Investitionsentscheidungen treffen und Aktien nur kurz (weniger als zwei Jahre) halten. Dazu zählen in erster Linie aktiv gemanagte Fonds aber auch die Gruppe der Kleinanleger. Aktive, kurzfristig orientierte Investoren sind deshalb die zentrale Zielgruppe, auf welche Loyalitätsaktien wirken sollen. Das Problem des Short-Termisms wird fast ausschliesslich dieser Investorenklasse zugeschrieben.

## Nullszenario

Prägenden Einfluss auf das Verhalten kurzfristig orientierter Investoren hat die Volatilität der Aktienmärkte. Bei einem Anlagehorizont von einem Jahr lag die Volatilität am Schweizer Aktienmarkt zwischen 1999 und heute laut SIX Swiss Exchange (2022b) im Durchschnitt bei rund 18%. Aufgrund des kurzen Anlagehorizonts sind diese Investoren also gezwungen, auf kurzfristige Kursschwankungen durch Verkäufe zu reagieren, um allfällige Verluste zu minimieren bzw. um Gewinne zu erzielen. Die Anlagestrategie kurzfristig orientierter Investoren zielt häufig auf die Ausnutzung kurzfristiger Volatilität ab.

Wir sehen keinen Grund dafür, anzunehmen, dass sich entweder an der Volatilität noch am Reagieren der kurzfristig orientierten Investoren auf die Volatilität im Nullszenario etwas ändern sollte. Aber welchen Einfluss hätte die Einführung von Loyalitätsaktien auf das Anlageverhalten dieser Investoren?

## Referenzszenario

Auch die Einführung von Loyalitätsaktien dürfte nichts daran ändern, dass das Handeln aktiver, kurzfristig orientierter Investoren hauptsächlich von der Volatilität beeinflusst wird. Die Vertreterinnen aktiv gemanagter Fonds haben angegeben, dass sie Loyalitätsprivilegien wie bspw. höhere Dividenden durchaus in ihre Anlageentscheidungen einfließen lassen würden. Allerdings hätten diese vermutlich nur einen untergeordneten Einfluss auf ihre Investitionsentscheidungen. Denn verglichen mit einer durchschnittlichen Volatilität von 18% bei einem Anlagehorizont von einem Jahr, fallen Dividenden in der Höhe von 1 oder 2% kaum ins Gewicht. Seit 1969 liegen die jährliche Dividenden im Durchschnitt über alle börsenkotierten Unternehmen bei 0,65% (LUKB, 2022, S. 11).<sup>7</sup> Der Kurs der börsenkotierten Unternehmen ist im gleichen Zeitraum mit einem Jahresdurchschnitt von 5,84% gestiegen. Der Einfluss einer Loyalitätsprämie in Form einer um 20 bis 30% höheren Dividende wäre also gering.

Je nach Anlagestrategie sind viele Investoren auch gar nicht an Dividenden interessiert. Weit verbreitete Anlagestrategien fokussieren auf die sogenannten «Faktoren» «Size», «Momentum», «Quality» und «Volatility» (siehe Bender et al. 2013). Dividenden spielen bei diesen Anlagestrategien keine Rolle. Von den gängigsten Faktor-Strategien berücksichtigen einzig Strategien, die auf den Faktor «Value» setzen, Dividenden.

Alle Aktionärinnen mit einer Haltedauer unterhalb von zwei Jahren – also insbesondere die Gruppe der kurzfristig orientierten Investoren – würden bei einer Einführung von Loyalitätsaktien benachteiligt. Ihre Rechte wären gegenüber jenen der loyalen Aktionäre eingeschränkt und sie müssten die Kosten für die Loyalitätsprivilegien bezahlen.

## 5.5.2 Aktive, langfristig orientierte Investoren

Zu Kategorie aktiver, langfristig orientierter Investorinnen zählen insbesondere Pensionskassen und Versicherer, die generell einen langen Anlagehorizont haben.

---

<sup>7</sup> Wir nehmen an, dass die Dividenden nicht reinvestiert werden. Werden diese reinvestiert ergeben sich jährliche Gewinne von 2,5%, die auf die Dividenden zurückzuführen sind.

### **Nullszenario**

Bereits im Nullszenario haben diese einen langfristigen Anlagehorizont. Da die Volatilität mit der Länge des Anlagehorizonts abnimmt, spielen kurzfristige Kursschwankungen für diese Investoren eine geringere Rolle als für kurzfristig orientierte Investoren.

### **Referenzszenario**

Da sie ohnehin schon langfristig orientiert sind, dürfte die Einführung von Loyalitätsaktien kaum einen Einfluss auf das Anlageverhalten dieser Investoren haben. Es kann jedoch sein, dass die Einführung von Loyalitätsaktien einen Einfluss auf ihre Investitionsentscheidungen hat – sprich, dass sie vermehrt Unternehmen mit Loyalitätsaktien in ihr Portfolio nehmen. Denn aufgrund von Zinseszinsseffekten haben geringfügige Erhöhungen der Dividenden durch Loyalitätsprivilegien langfristig einen enormen Einfluss auf die Renditen.<sup>8</sup> Dies gilt insbesondere für Investoren mit Dividenden-Strategien. Vertreterinnen von Pensionsfonds haben uns bestätigt, dass sie Loyalitätsprivilegien deshalb (mit-)berücksichtigen würden.

## **5.5.3 Passive Investoren**

### **Nullszenario**

Der Eintritt passiver Investoren ist einer der bedeutendsten Entwicklungen auf den Aktienmärkten und hat entscheidende Auswirkungen auf die Wirksamkeit und Auswirkungen von Loyalitätsaktien.

Wie bereits eingangs erläutert, halten passive Investoren wie BlackRock, State Street und Vanguard zwischen 5 und 20% an vielen börsenkotierten Unternehmen in der Schweiz. Die Anlagestrategie passiver Investoren ist es, den Markt abzubilden, nicht den Markt zu schlagen. So passen sie ihr Portfolio zwar regelmässig durch Ver- und Zukäufe an. Grundsätzlich bleiben sie aber langfristig investiert.

### **Referenzszenario**

Würden Loyalitätsaktien eingeführt, würden passive Investoren genauso profitieren wie langfristig orientierte, aktive Investoren. Im Gegensatz zu letzteren würden sie ihre Investitionsstrategien trotzdem nicht anpassen – es sei denn, die Einführung von Loyalitätsaktien führt zu Veränderungen in der Marktkapitalisierung, welche sie durch entsprechende Ver- und Zukäufe mitgehen würden.

## **5.5.4 Eigentümerfamilien und andere Grossaktionäre**

Neben aktiven und passiven Investoren ist das Aktionariat vieler börsenkotierter Unternehmen in der Schweiz von den Eigentümerfamilien und anderen Grossaktionären geprägt, die häufig einen erheblichen Anteil der Aktien halten. Diese halten ihre Aktien in aller Regel langfristig – auch ohne Loyalitätsaktien. Sie würden von allfälligen Loyalitätsprivilegien profitieren. Einen Einfluss auf ihr Verhalten hätte die Einführung von Loyalitätsaktien also nicht.

---

<sup>8</sup> Vorausgesetzt, dass die Dividenden in Aktien reinvestiert werden.



### 5.5.5 Minderheitsaktionäre

Ob die Einführung von Loyalitätsaktien einen Einfluss auf das Anlageverhalten von Minderheitsaktionäre haben würde, ist unklar. Es ist möglich, dass die Einführung bei einigen zu längeren Haltedauern führen könnte. Dies dürfte jedoch im Wesentlichen von den gegebenen Anlagehorizonten der Aktionäre abhängen. Und wir gehen davon aus, dass der Anlagehorizont gegeben ist und kaum durch Loyalitätsaktien beeinflusst werden kann. Einer Rentnerin lässt sich mit Loyalitätsaktien nicht der Anlagehorizont eines Berufseinsteigers verschaffen und einem Hedge Fonds nicht der Anlagehorizont einer Pensionskasse eröffnen. Loyalitätsaktien bieten lediglich einen Anreiz, bestehende Anlagehorizonte stärker auszuschöpfen.

Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob Minderheitsaktionäre durch die Einführung von Loyalitätsaktien benachteiligt werden. Denn mit Loyalitätsaktien wird die Position der Mehrheitsaktionäre (typischerweise den Eigentümerfamilien und institutionelle Investoren) gestärkt. Dies gilt insbesondere bei den Formen der Vorzugsloyalitätsaktien sowie den Loyalitätsoptionen: Dank diesen beiden Privilegien könnten Mehrheitsaktionärinnen ihre dominierende Position weiterausbauen und noch grössere Anteile der Gesellschaft (zu günstigen Konditionen) erwerben. Mehrere Fachpersonen wiesen auf dieses Risiko hin und lehnten insbesondere diese Formen der Loyalitätsprivilegien daher ab.

Diesem Problem könnte begegnet werden, indem die gesetzlichen Möglichkeiten zugunsten des Minderheitenschutzes eingeschränkt würden. Dabei könnte das Obligationenrecht schon eine Obergrenze des Anteils an Aktienkapital festlegen, oberhalb derer Aktionärinnen nicht mehr zum Bezug der Privilegien berechtigt wären. Beispielsweise könnten bei einer Beschränkung von 0.5% des Aktienkapitals nur Aktionäre mit geringeren Anteilen das Privileg nutzen. In diesem Falle könnte eine Aktionärin, die mehr als 0.5% hält, nicht vom Privileg profitieren – auch nicht für 0.5% (Chabloz, 2022, S. 13). Gemäss dem aktuellen Vorschlag des Nationalrats würde die Einführung einer solchen Obergrenze der Gesellschaft frei obliegen – wobei sich natürlich gerade dominierende Mehrheitsaktionäre kaum für die Einführung einer Obergrenze aussprechen würden.

## 5.6 Auswirkungen im Kontext von Sanierungen oder Unternehmensnachfolgen

Gemäss dem Postulat 18.4092 wird der Bundesrat explizit dazu beauftragt, allfällige Konsequenzen zu untersuchen, welche Loyalitätsaktien in Situationen wie Sanierung oder Unternehmensnachfolge für ein Unternehmen haben könnten.

Was Sanierungen betrifft, konnten wir keine besonderen Auswirkungen feststellen. Im Sanierungsfall müssen die Aktionärinnen sich entscheiden, ob sie ihre Aktien verkaufen oder halten und den Sanierungsprozess begleiten. Generell dürften die Aktionärinnen diese Entscheidung von ihrer Einschätzung abhängig machen, wie gross die Erfolgsaussichten des von der Gesellschaft vorgelegten Sanierungsplans tatsächlich sind. Im Sanierungsfall dürfte der Kurswert der Aktie bereits stark gesunken sein. Gelingt die Sanierung, dürfte der Kurs stark ansteigen. Scheitert die Sanierung, ist ein weiterer Einbruch der Aktie zu erwarten. Im Vergleich dazu spielen etwaige Loyalitätsdividenden kaum eine Rolle. Was für manche Aktionärinnen jedoch prinzipiell interessant sein könnte, wären Loyalitätsprämien in Form von Vorzugsrechten oder –optionen.

Diese würden ihnen erlauben, auf etwaige Kursgewinne nach der geglückten Sanierung zu spekulieren. Allerdings bietet der Markt mit Kaufoptionen bereits eine Möglichkeit für derartige Spekulationsgeschäfte. Zudem dürfte es unter bestehendem Recht den Gesellschaften bereits möglich sein, derartige Vorzugsrechte zu gewähren.

Was den Fall der Unternehmensnachfolge betrifft, ist zwischen einem technischen und einem Governance-Problem zu unterscheiden. Das technische Problem entsteht dadurch, dass die Loyalitätsprivilegien im Erbfall auf den Erben übertragen werden müssten – vorausgesetzt, der Gesetzgeber will diese Möglichkeit auch schaffen. Dieses Problem sollte sich jedoch einfach lösen lassen. Wird nicht die Möglichkeit geschaffen, Loyalitätsprivilegien auf die Erben zu übertragen, sind hingegen für die Unternehmen Probleme zu erwarten, die zu einem grossen Teil im Besitz von Grossaktionärinnen sind, wie bspw. den Familien der Gründerinnen. In dieser Situation bekämen nämlich die Grossaktionäre, die nicht von dem Erbfall betroffen sind, die Möglichkeit ihren Einfluss auf das Unternehmen auf Kosten der Erben zu konsolidieren. Dieses Problem dürfte insbesondere für nicht-börsenkotierte Unternehmen relevant sein. Aus den hier dargelegten Gründen empfehlen wir jedoch, nicht-börsenkotierte Unternehmen von den Loyalitätsaktien auszuschliessen.

## 5.7 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 3

### Potentielle Verbreitung

Die Auswirkungen einer rechtlichen Ermöglichung von Loyalitätsaktien hängt zentral davon ab, wie viele und welche Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden. Wie viele Unternehmen tatsächlich von der Möglichkeit einer Einführung Gebrauch machen würden, lässt sich schwer abschätzen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die Einführung von Loyalitätsaktien ausgerechnet bei den Unternehmen weniger wahrscheinlich ist, für die Short-Termism aufgrund ihrer Aktionariatsstruktur eher ein Problem ist. Denn die Einführung müsste per Mehrheitsbeschluss auf der Generalversammlung beschlossen werden. Unternehmen, deren Aktionariat vermehrt von kurzfristig orientierten Aktionären geprägt ist, dürfte es deshalb schwerer fallen, die notwendige Mehrheit zu finden.

### Lenkungspotential

Mit Loyalitätsaktien soll insbesondere das Verhalten kurzfristig orientierter, aktiver Investoren beeinflusst werden. Ausgerechnet bei dieser Gruppe, erwarten wir jedoch den geringsten Einfluss auf ihr Verhalten. Aufgrund der kurzen Anlagehorizonte sind sie mit einer hohen Volatilität konfrontiert, welche somit einen grossen Einfluss auf ihr Verhalten hat. Etwaige Loyalitätsprämien würden im Vergleich zur Volatilität nur einen untergeordneten Einfluss auf die Investitionsentscheidungen dieser Investorinnen haben.

Auch bei passiven Investoren und Eigentümerfamilien sehen wir kein Lenkungspotential. Sie würden zwar von Loyalitätsaktien profitieren, halten aber ihre Aktien unabhängig davon ohnehin langfristig.

Das grösste Lenkungspotential erwarten wir bei aktiv gemanagten aber langfristig orientierten Investoren wie bspw. Pensionsfonds. Aufgrund des längeren Anlagehorizonts spielt die Volatilität für diese Investoren eine vergleichsweise geringere Rolle und allfällige Loyalitätsprivilegien eine

vergleichsweise höhere. Loyalitätsaktien dürften sich jedoch vermutlich weniger auf die Haltedauer dieser Investoren auswirken, sondern auf ihre Investitionsentscheidungen. Sie werden potentiell mehr Unternehmen mit Loyalitätsaktien in ihr Portfolio aufnehmen als Unternehmen ohne.

Hinsichtlich der Lenkungspotentials unterscheiden sich die verschiedenen Varianten von Loyalitätsaktien potentiell: So erwähnten die befragten Personen, dass Loyalitätsdividenden zwar einen eher kleinen Anreiz darstellen, aber dafür regelmässig erfolgen. Dies ermöglicht es interessierten Aktionärinnen besser, die Loyalitätsprivilegien in ihren Entscheid zu berücksichtigen. Dagegen können Vorzugsrechte sowie Loyalitätsoptionen u.U. einen grösseren Anreiz bieten, sie stehen jedoch nur anlassbezogen bei Kapitalerhöhungen zur Verfügung. Dies erschwert einerseits beim Kaufentscheid die Einschätzung der Relevanz der Loyalitätsprivilegien und verursacht andererseits u.U. eine deutlich abnehmende Lenkungswirkung der Loyalitätsprivilegien, wenn gerade eine Kapitalerhöhung erfolgte und in absehbarer Zeit nicht mit weiteren zu rechnen ist.

### **Kosten und Nutzen**

Im Falle von Loyalitätsdividenden erwarten wir den grössten Nutzen für langfristig orientierte Investoren. Aufgrund der Zinseszinsseffekte würden diese besonders stark von den höheren Dividenden profitieren.

Möglicherweise haben auch die Unternehmen einen Vorteil und Nutzen, denen es gelingt, durch den Einsatz von Loyalitätsaktien, langfristiger zu wirtschaften.

Die grössten Kosten und Nachteile erwarten wir bei den Minderheitsaktionären. Dort wo Mehrheitseigner Vorzugsrechte nutzen, ihren Einfluss auf ein Unternehmen zu konsolidieren, drohen die Anteile der Minderheiten zu verwässern.

Weitere Nachteile entstehen grundsätzlich bei allen Aktionären mit einer geringeren Haltedauer, da sie benachteiligt werden und die Kosten für die Privilegien der loyalen Aktionäre mittragen müssen.

## **6. Prüfpunkt 4: Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft**

### **6.1 Auswirkungen auf den Finanzmarkt**

#### **6.1.1 Führen Loyalitätsaktien zu einer längeren Haltedauer?**

Können Loyalitätsaktien dem Short-Termism der Aktienmärkte entgegenwirken und zu längeren Haltedauern führen? Insgesamt erwarten wir nur geringe Auswirkungen. Dafür sehen wir drei Gründe:

Erstens erwarten wir, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden. Zwar ist es methodisch schwierig, ex ante abzuschätzen, wie viele Unternehmen tatsächlich Loyalitätsaktien einführen würden. Denn das hängt auch davon ab, wie viel Erfolg einzelne Unternehmen mit der Einführung haben und wie viele Nachahmer sie somit nach sich ziehen. Wie wir bereits in Abschnitt 5.4.2 erläutert haben, sprechen allerdings folgende Befunde gegen eine breite Einführung von Loyalitätsaktien:

1. Unternehmen mit Dual Listings werden Loyalitätsaktien nicht einführen können, insofern dies nicht auch die Rechtsordnung des ausländischen Börsenstandorts erlaubt.
2. Ein Stimmrechtsvertreter hat sich bereits gegen Loyalitätsaktien positioniert. Sollten die weiteren Stimmrechtsvertreter sich ähnlich positionieren, werden viele Unternehmen von einer Einführung Abstand nehmen.
3. Insbesondere Unternehmen, für die Short-Termism ein Problem ist, weil ihr Aktionariat stark von kurzfristig orientierten Investorinnen geprägt ist, dürfte es eine Herausforderung sein, die notwendigen Mehrheiten für die Einführung von Loyalitätsaktien zu finden. So erwarten wir, dass wenn Loyalitätsaktien eingeführt werden, eher die Unternehmen dies tun werden, für die Short-Termism kein übergeordnetes Problem ist. Somit wäre der Einfluss der Massnahme sehr begrenzt.

Zweitens gehen wir nicht davon aus, dass Loyalitätsaktien einen nennenswerten Einfluss auf diejenigen Investoren haben werden, die hauptsächlich für das Problem des Short-Termism verantwortlich gemacht werden. Denn für Investoren mit kurzem Anlagehorizont wird die Volatilität immer bedeutend wichtiger sein als etwaige Loyalitätsprämien.

Drittens gehen wir davon aus, wie in den Abschnitten 5.4.4 und 5.5.2 bereits dargelegt, dass zwar aktiv gemanagte Fonds – insbesondere solche mit Dividendenstrategien – vermehrt Loyalitätsaktien nachfragen werden. Denn über den Zinseszinsseffekt können Loyalitätsdividenden ihre Renditen erheblich steigern. Allerdings werden diese Investoren ihre Investitionen vermutlich von Unternehmen ohne Loyalitätsaktien auf solche mit Loyalitätsaktien verlagern. In Summe führt dies vermutlich zu einem Nullsummenspiel: Die Haltedauer einzelner Titel verändert sich, ohne dass sich die allgemeine Haltedauer verlängern würde.

### **6.1.2 Wie wirken Loyalitätsaktien auf die Liquidität?**

Eine vertiefte empirische Analyse dieser Frage konnten wir nicht durchführen. Auf Basis wirtschaftstheoretischer Überlegungen dürfte jedoch klar sein, dass für Aktien mit hoher Liquidität kaum Auswirkungen zu erwarten wären. Für Aktien mit geringer Liquidität hingegen könnte eine verlängerte Haltedauer, sofern die Einführung von Loyalitätsaktien tatsächlich dazu führen sollte, die Liquidität weiter schwächen. In der Folge würde die Allokationseffizienz des Kapitalmarkts erheblich geschwächt. Diese theoretischen Einschätzungen spiegeln sich mit den Rückmeldungen der befragten Unternehmensvertreterinnen und Investoren. Dennoch sehen wir in der Liquidität kein übergeordnetes Problem, wenn wir davon ausgehen, dass wie oben beschrieben der Einfluss von Loyalitätsaktien auf die Haltedauer vermutlich gering sein wird.

## 6.2 Auswirkungen auf Innovationen, Technologien und Nachhaltigkeit

Das Problem des Short-Termism wird häufig in den Kontext der sozialen und ökologischen Nachhaltigkeit gestellt. Aufgrund der zu kurzfristigen Orientierung der Märkte, so die Annahme, scheuen Unternehmen davor zurück, in Nachhaltigkeit zu investieren bzw. in die Transitionsprozesse, die notwendig sind, um ein Unternehmen auf Nachhaltigkeit auszurichten. Auch wird angenommen, dass Investitionen in Innovationen, welche die Grundlage langfristigen Wachstums bilden, aufgrund des Short-Termism vernachlässigt. Die wissenschaftliche Fachliteratur (siehe Abschnitt 3.1.3) liefert zahlreiche empirische Belege, die diese Annahmen stützen.

Würde die Einführung von Loyalitätsaktien und eine dadurch verlängerte Haltedauer dazu beitragen, Investitionen in Innovationen sowie ökologische und gesellschaftliche Nachhaltigkeit zu erleichtern? Eine empirische Beantwortung dieser Frage war uns im Rahmen der Studie nicht möglich.

Auf Basis wirtschaftstheoretischer Überlegungen sowie den Rückmeldungen der befragten Fachleute sowie Unternehmensvertreterinnen gehen wir insgesamt von einer geringen Wirkung aus. Denn erstens erwarten wir wie bereits oben erläutert, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen werden. Und wenn Loyalitätsaktien eingeführt werden, dann eher von denjenigen Unternehmen, deren Aktionariat ohnehin bereits längerfristig orientiert ist.

Zweitens bedeutet eine längere Haltedauer nicht zwangsläufig, dass Unternehmen mehr in Nachhaltigkeit, Innovationen und Technologien investieren. Dies ist eher eine Frage der guten Unternehmensführung. Und wie sich die Einführung von Loyalitätsaktien auf die Unternehmensführung auswirkt, ist unklar. Auf der einen Seite mag eine längerfristige Bindung an ein Unternehmen dazu führen, dass die Investoren einen grösseren Anreiz erhalten in die Aufsicht des Managements zu investieren. Auch etwaige Verringerungen des Bestands von Dispoaktien könnten die Corporate Governance stärken. Auf der anderen Seite – im Worst Case – mögen Loyalitätsaktien auch zu einer Bildung von Beutegemeinschaften zwischen Mehrheitsaktionären und Management führen und die Corporate Governance würde verschlechtert. Zudem erhöht sich die Hemmschwelle für den Verkauf der Aktien, so dass kritische Aktionärinnen weniger rasch auf unliebsames Handeln des Managements reagieren. Dadurch verringert sich potentiell die Kontrolle über das Management. Ohnehin ist zu berücksichtigen, dass neben der Haltedauer des Aktionariats viele weitere Faktoren den Entscheid des Managements für oder gegen Investitionen in die Nachhaltigkeit beeinflussen. Zu nennen ist dabei insbesondere das Vergütungssystem. Einige der befragten Personen merkten zudem an, dass Entscheide für langfristige Investitionen durchaus tragfähig sind, sofern sie entsprechend kommuniziert werden (gute Unternehmensführung).

Nichtsdestotrotz möchten wir dafür plädieren, die Kreativität der Unternehmen nicht zu unterschätzen. Möglicherweise wird es Unternehmen geben, die Wege finden, Loyalitätsaktien wirksam einzusetzen, bspw. um Nachhaltigkeitsstrategien umzusetzen.

## 6.3 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 4

*Haltedauer:* Die Auswirkungen auf die Haltedauer von Aktien sind methodisch nur schwer zu ergründen. Aufgrund folgender wirtschaftstheoretischer Überlegungen gehen wir jedoch davon aus, dass der Einfluss gering ausfallen dürfte:

1. Nur wenige Unternehmen würden Loyalitätsaktien einführen.
2. Die Wirkung auf die Investorinnen und Aktionäre, die hauptsächlich für das Problem des Short-Termisms verantwortlich sind, ist gering.
3. Aktive Investoren mit langfristiger Orientierung, auf welche Loyalitätsaktien vermutlich am stärksten wirken würden, würden wahrscheinlich verstärkt Titel mit Loyalitätsprivilegien nachfragen. In Summe gehen wir jedoch von einem Nullsummenspiel aus.

*Liquidität:* Aufgrund der Erwartung, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden und der Einfluss auf das Anlageverhalten der Investorinnen gering ist, gehen wir ebenfalls nur von geringen Auswirkungen aus.

*Nachhaltigkeit:* Loyalitätsaktien allein werden vermutlich nicht zu einer nachhaltigeren Unternehmensführung führen. Denn allein eine längere Haltedauer bedeutet nicht zwangsläufig, dass Unternehmen mehr in Nachhaltigkeit, Innovationen und Technologien investieren. Dies ist primär eine Frage der guten Unternehmensführung und Corporate Governance. Aber die Einführung von Loyalitätsaktien muss nicht zwangsläufig zu einer Verbesserung der Corporate Governance führen.

## 7. Prüfpunkt 5: Zweckmässigkeit im Vollzug

### 7.1 Niedrige Eingriffstiefe

Die Massnahme zeichnet sich durch eine sehr niedrige Eingriffstiefe in den freien Markt aus. Sie würde eine freiwillige Einführung von Loyalitätsaktien ermöglichen, statt diese verpflichtend vorzuschreiben. Damit würde es die Einführung den Unternehmen ermöglichen, mit Loyalitätsprivilegien zu experimentieren. Dies fördert eine freie Entfaltung des Marktes.

### 7.2 Keine Vollzugskosten

Für die öffentliche Hand sehen wir keine Vollzugskosten. Es gäbe keinen Vollzug, der überwacht werden müsste. Etwaiges Missbrauchspotential besteht lediglich darin, dass Akteure wie bspw. Depotanbieterinnen, die Aktien mittelbar für eine dritte Person halten, versuchen könnten, Loyalitätsdividenden zu bekommen. Einzig allfällige Wirkungskontrollen könnte zu Kosten führen. Eine derartige Wirkungskontrolle empfehlen wir, einige Jahre nach einer allfälligen Einführung durchzuführen, um die Wirksamkeit zu prüfen und insbesondere um die Massnahme auf nicht-intendierte Wirkungen zu untersuchen, die heute vielleicht noch nicht absehbar sind.

## 7.3 Regulierungskosten

Für die Unternehmen sind Loyalitätsaktien potentiell mit einem merklichen Aufwand verbunden. Zunächst wird für sie zu prüfen sein, ob eine Einführung Sinn macht und mehrheitsfähig wäre (u.U. Beratungskosten). Im Fall einer anvisierten Einführung sind zudem Anpassungen der Statuten vorzusehen. Gemäss den Aussagen der befragten Fachpersonen und Unternehmensvertreterinnen wären zur Umsetzung detaillierte Regelungen notwendig. Beispielweise müsste folgende Aspekte festgelegt werden:

- Relevanter Stichtags für die Beurteilung der Haltedauer,
- Nachweis und Überprüfung der Halterdauer,
- Klärung der Umsetzung bei Teilveräusserungen,
- Berechnung der Haltefristen im Erbfall.

Um ihren Zweck zu erfüllen, müssten die Loyalitätsprivilegien zwingend an den wirtschaftlich berechtigten Eigentümer geknüpft werden. Andernfalls würde im Fall einer treuhänderischen Übertragung der Aktionärsstellung zwar der Inhaber offiziell gleichbleibend lauten, aber *de facto* unterschiedlich sein. Daher müsste die Gesellschaft zwingend die wirtschaftlichen Eigentümer der Aktien erfassen (z.B. über das Einholen einer Erklärung zur wirtschaftlichen Berechtigung der Aktien). Dies ist gemäss den Aussagen von Fachpersonen mit einem administrativen Aufwand für die Gesellschaften verbunden. Hinsichtlich des Aufwands zur Feststellung der zu Loyalitätsprivilegien berechtigten Aktionärinnen bestehen Unterschiede je nach Varianten: Bei den anlassbezogenen Vorzugsrechten und den Loyalitätsoptionen ist die Feststellung der Berechtigung nur zu gewissen Zeitpunkten notwendig. Dagegen muss im Fall von Loyalitätsdividenden die Überprüfung der Haltedauern regelmässig erfolgen und verursacht dadurch mehr Aufwand. Eine Herausforderung mag sich bei der Erstellung des Geschäftsberichts ergeben: Hier sollte einerseits transparent ausgewiesen werden, wie viele Aktionäre beispielweise von privilegierten Dividenden profitieren, andererseits ist zu diesem Zeitpunkt möglicherweise noch unklar, wie viele Aktionäre zum Zeitpunkt der Ausschüttung die Voraussetzung noch erfüllen.

Es ist somit festzuhalten, dass den Unternehmen im Fall einer Einführung ein administrativer Mehraufwand entsteht. Wie gross dieser ist, hängt u.a. von ihrer bestehenden Aktionärsstruktur sowie der bereits bestehenden Führung des Aktienregisters ab. So oder so ist der entstehende Mehraufwand nicht als problematisch zu werten, da die Einführung der Loyalitätsprivilegien ja freiwillig ist. Der Mehraufwand entsteht nur bei jenen Unternehmen, die für sich den Nutzen der Loyalitätsprivilegien höher werten als die damit verbundenen Kosten.

## 7.4 Wenig zielgerichtet

Was das Problem des Short-Termism betrifft, sind Loyalitätsaktien wenig zielgerichtet. Bei denjenigen Aktionären und Investorinnen, die hauptsächlich für das Problem des Short-Termism verantwortlich gemacht werden, erwarten wir das geringste Lenkungspotential. Denn Aktionäre und Investorinnen mit einem kurzen Anlagehorizont werden ihr Verhalten immer hauptsächlich an der Volatilität ausrichten, statt an etwaigen Loyalitätsprivilegien.

Das grösste Lenkungspotential erwarten wir hingegen bei aktiven Investoren mit einem langen Anlagehorizont, wie bspw. Pensionskassen oder einigen aktiv gemanagten Fonds. Diese würden

vermutlich vermehrt Unternehmen mit Loyalitätsaktien in ihr Portfolio aufnehmen. Denn aufgrund des Zinseszinsseffekts dürften Loyalitätsdividenden die Renditen dieser Investoren bedeutend erhöhen. Allerdings zeichnen sich diese Investorinnen und Aktionäre bereits heute durch eine längere Haltedauer aus.

Den grössten Nutzen erwarten wir bei denjenigen Investoren, die ohnehin langfristig in einem Unternehmen investiert sind. Dazu zählen die Familieneigentümer, die das Aktionariat vieler Schweizer Unternehmen prägen, aber auch die passiven Investoren.

## 7.5 Zwischenfazit zu Prüfpunkt 5

Die Massnahme zeichnet sich durch eine niedrige Eingriffstiefe in den freien Markt aus. Zudem sind die Vollzugskosten gering. Auch die Regulierungskosten können vernachlässigt werden, da sie nur bei Unternehmen entstehen, welche sich aktiv dafür entschieden haben. Allerdings ist die Massnahme wenig zielgerichtet. Bei denjenigen, bei denen sie eigentlich am meisten wirken soll, dürfte sie am wenigsten wirken.

# 8. Synthese

## 8.1 Zusammenfassung

### 8.1.1 Prüfpunkt 1: Notwendigkeit staatlichen Handelns

Grundsätzlich sehen wir den Bedarf für ein staatliches Handeln aus zwei Gründen bestätigt:

1. Das Problem des «Short-Termism» ist in der Theorie plausibel dargelegt und in empirischen Studien klar belegt. Allerdings tritt es nicht bei allen Unternehmen und in allen Phasen im Lebenszyklus eines Unternehmens auf. Aus den Gesprächen mit Unternehmensvertreterinnen schliessen wir, dass der Short-Termism in der Schweiz aktuell kein übergeordnetes Problem ist.
2. Gemäss einem parallel erarbeiteten Rechtsgutachten ist es nach geltendem Recht heute noch nicht möglich, Loyalitätsaktien einzuführen, bzw. wäre eine Einführung mit hoher Rechtsunsicherheit behaftet. Die befragten Unternehmensvertreterinnen bestätigen dies.

Es muss jedoch festgehalten werden, dass der Bedarf für ein staatliches Handeln insgesamt als nicht dringlich eingestuft wird.

### 8.1.2 Prüfpunkt 2: Alternative Massnahmen

Es fanden sich keine Regelungsinstrumente, welche sich klar als Alternative zu den Loyalitätsaktien anbieten würden. Hingegen können zwei alternative Regelungsinhalte in Betracht gezogen werden: Zum einen eine Variante mit gesetzlich festgelegter Obergrenze des Aktienanteils für die Berechtigung zu den Loyalitätsprivilegien zum Schutz der Minderheitsaktionärinnen und zum anderen eine Beschränkung auf die Variante der Loyalitätsdividenden.



### 8.1.3 Prüfpunkt 3: Auswirkungen auf gesellschaftliche Gruppen

Wir gehen insgesamt davon aus, dass die Auswirkungen einer rechtlichen Ermöglichung von Loyalitätsaktien aus folgenden Gründen gering ausfallen würden:

1. *Niedrige Diffusion:* Das liegt in erster Linie daran, dass voraussichtlich nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden. Hindernisse für die Diffusion von Loyalitätsaktien sind:
  - 1.1 Zahlreiche Unternehmen in der Schweiz haben ihre Aktien auch an ausländischen Börsen kotiert. An diesen Börsenstandorten sind Loyalitätsaktien meist nicht erlaubt.
  - 1.2 Ein Stimmrechtsvertreter hat sich bereits öffentlich gegen Loyalitätsaktien positioniert. Es ist zu erwarten, dass die übrigen Stimmrechtsvertreter nachziehen werden.
  - 1.3 Insbesondere Unternehmen, für die Short-Termism ein Problem ist, weil ihr Aktionariat stark von kurzfristig orientierten Investorinnen geprägt ist, dürfte es eine Herausforderung sein, die notwendigen Mehrheiten für die Einführung von Loyalitätsaktien zu finden.
2. *Niedriges Lenkungspotential:* Mit Loyalitätsaktien soll insbesondere das Verhalten kurzfristig orientierter, aktiver Investoren beeinflusst werden.
  - 2.1 Ausgerechnet bei dieser Gruppe erwarten wir jedoch den geringsten Einfluss auf ihr Verhalten. Aufgrund der kurzen Anlagehorizonte sind sie mit einer hohen Volatilität konfrontiert, welche somit einen grossen Einfluss auf ihr Verhalten hat. Etwaige Loyalitätsprämien würden im Vergleich zur Volatilität nur einen untergeordneten Einfluss auf die Investitionsentscheidungen dieser Investorinnen haben.
  - 2.2 Das grösste Lenkungspotential erwarten wir bei aktiv gemanagten aber langfristig orientierten Investoren wie bspw. Pensionsfonds. Aufgrund des längeren Anlagehorizonts spielt die Volatilität für diese Investoren eine vergleichsweise geringere und allfällige Loyalitätsprivilegien eine vergleichsweise grössere Rolle. Loyalitätsaktien dürften sich jedoch vermutlich weniger auf die Haltedauer dieser Investoren auswirken, sondern auf ihre Investitionsentscheidungen. Sie werden potentiell mehr Unternehmen mit Loyalitätsaktien in ihr Portfolio aufnehmen als Unternehmen ohne.

Die grössten Kosten und Nachteile erwarten wir bei den Minderheitsaktionären. Dort wo Mehrheitseigner Vorzugsrechte nutzen, ihren Einfluss auf ein Unternehmen zu konsolidieren, drohen die Anteile der Minderheiten zu verwässern.

### 8.1.4 Prüfpunkt 4: Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft

Können Loyalitätsaktien dem Short-Termism der Aktienmärkte entgegenwirken und zu längeren Haltedauern führen? Insgesamt erwarten wir nur geringe Auswirkungen. Dafür sehen wir drei Gründe:

1. Wir erwarten, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen würden. Insbesondere für Unternehmen, bei denen Short-Termism ein Problem ist, weil ihr Aktionariat stark von kurzfristig orientierten Investorinnen und Aktionären geprägt ist, dürfte es schwer sein, die für eine Einführung notwendigen Mehrheiten zu erreichen.

2. Wir gehen nicht davon aus, dass Loyalitätsaktien einen nennenswerten Einfluss auf diejenigen Investoren haben werden, die hauptsächlich für das Problem des Short-Termism verantwortlich gemacht werden. Denn für Investoren mit kurzem Anlagehorizont wird die Volatilität immer bedeutend wichtiger sein als etwaige Loyalitätsprämien.
3. Wir erwarten zwar, dass aktiv gemanagte Fonds – insbesondere solche mit Dividendenstrategien – vermehrt Loyalitätsaktien nachfragen werden. Denn über den Zinseszinsseffekt können Loyalitätsdividenden ihre Renditen erheblich steigern. Allerdings werden diese Investoren ihre Investitionen wohl von Unternehmen ohne Loyalitätsaktien auf solche mit Loyalitätsaktien verlagern. In Summe führt dies vermutlich zu einem Nullsummenspiel: Die Haltedauer einzelner Titel verändert sich, ohne dass sich die allgemeine Haltedauer verlängert.

Aus den gleichen Gründen erwarten wir auch nur niedrige Auswirkungen auf die Liquidität.

Könnte die Einführung von Loyalitätsaktien Unternehmen darin unterstützen, in soziale und ökologische Nachhaltigkeit zu investieren, sowie in Innovationen und Technologien, die das langfristige Wachstum eines Unternehmens stärken? Eine empirische Beantwortung dieser Frage war uns im Rahmen der Studie nicht möglich. Auf Basis wirtschaftstheoretischer Überlegungen sowie den Rückmeldungen der befragten Fachleute sowie Unternehmensvertreterinnen gehen wir aus drei Gründen insgesamt von einer geringen Wirkung aus.

1. Wir erwarten wie bereits oben erläutert, dass nur wenige Unternehmen Loyalitätsaktien einführen werden. Und wenn Loyalitätsaktien eingeführt werden, dann eher von denjenigen Unternehmen, deren Aktionariat ohnehin bereits längerfristig orientiert ist.
2. Eine längere Haltedauer bedeutet nicht zwangsläufig, dass Unternehmen mehr in Nachhaltigkeit, Innovationen und Technologien investieren. Dies ist eher eine Frage der guten Unternehmensführung.
3. Und wie sich die Einführung von Loyalitätsaktien auf die Unternehmensführung auswirkt, ist unklar. Auf der einen Seite mag eine längerfristige Bindung an ein Unternehmen dazu führen, dass die Investoren einen grösseren Anreiz erhalten, in die Aufsicht des Managements zu investieren. Auch etwaige Verringerungen des Bestands von Dispoaktien könnten die Corporate Governance stärken. Auf der anderen Seite – im Worst Case – mögen Loyalitätsaktien auch zu einer Bildung von Beutegemeinschaften zwischen Mehrheitsaktionären und Management führen und die Corporate Governance würde verschlechtert.

Nichtsdestotrotz möchten wir dafür plädieren, die Kreativität der Unternehmen nicht zu unterschätzen. Möglicherweise wird es Unternehmen geben, die Wege finden, Loyalitätsaktien wirksam einzusetzen, bspw. um Nachhaltigkeitsstrategien umzusetzen.

### **8.1.5 Prüfpunkt 5: Zweckmässigkeit im Vollzug**

Die Massnahme zeichnet sich dank der vorgesehenen Freiwilligkeit durch eine niedrige Eingriffstiefe in den freien Markt aus. Zudem sind die Vollzugskosten für die öffentliche Hand nahezu inexistent. Auch die Regulierungskosten können vernachlässigt werden, da sie nur bei Unternehmen entstehen, welche sich aktiv dafür entscheiden. Allerdings ist die Massnahme wenig zielgerichtet. Bei denjenigen, bei denen sie eigentlich am meisten wirken soll, dürfte sie am wenigsten wirken.

## 8.2 Empfehlungen

Auf Basis unserer Untersuchungen können wir keine uneingeschränkte Empfehlung für eine rechtliche Ermöglichung von Loyalitätsaktien abgeben.

Folgende Gründe sprechen gegen eine rechtliche Ermöglichung von Loyalitätsaktien:

- Risiko der Benachteiligung von Minderheitsaktionärinnen
- Viele Unternehmen scheinen kein Interesse zu haben, Loyalitätsaktien einzuführen.
- Lenkungspotential – und daher Wirksamkeit – niedrig
  - Loyalitätsaktien sprechen voraussichtlich gerade nicht jene Aktionäre an, welche das Problem verursachen.
  - Eine verlängerte Haltedauer führt nicht automatisch zu einer Förderung der Nachhaltigkeit.

Aus unserer Sicht am problematischsten ist dabei das Risiko der Benachteiligung von Minderheitsaktionären, da es sich nicht «nur» in einer fehlenden Zielerreichung, sondern in einem effektiven Nachteil niederschlägt. Um diesem Manko zu begegnen schlagen wir vor, die gesetzlichen Bestimmungen zu den Loyalitätsaktien mit einer Obergrenze des Aktienanteiles für die Gewährung der Privilegien zu ergänzen. Alternativ könnten die gesetzlichen Möglichkeiten auf die Einführung von Loyalitätsdividenden beschränkt werden, welche aus Sicht des Minderheitenschutzes wenig problematisch sind.

Mit dieser Einschränkung sehen wir folgende Vorteile der Loyalitätsaktien:

- Niedrige Eingriffstiefe aufgrund der Freiwilligkeit
- Ermöglichen Unternehmen das Experimentieren und Innovieren
- Es sind kaum negative Auswirkungen zu erwarten.

Allerdings stehen unsere Schlussfolgerungen unter dem Vorbehalt der folgenden Unsicherheiten:

- Wir wissen nicht, wie viele Unternehmen tatsächlich Loyalitätsaktien einführen würden.
- Die Auswirkungen der Einführung sind ebenfalls mit grosser Unsicherheit behaftet, denn die Kreativität der Unternehmen sollte nicht unterschätzt werden. Gelingt es Unternehmen, Loyalitätsaktien erfolgreich in ihre Strategien einzubinden, führt dies wahrscheinlich zu Nachahmern.

# Literaturverzeichnis

Aghion, P., Van Reenan, J., Zingales, L. (2013) Innovations and Institution Ownership, *American Economic Review*, 103 (1), 277-304. DOI: 10.1257/aer.103.1.277

Bender, J., Briand, R., Melas, D., & Subramanian, R. A. (2015). Foundations of factor investing. <https://ssrn.com/abstract=2543990> oder <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2543990>

Bolton, P. & Samama, F. (2013). Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 86–97. <https://doi.org/10.1111/jacf.12033>

Brav, A., Jiang, W. Kim, H., (2015). The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes, *The Review of Financial Studies*, 28(10), , Pages 2723–2769, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv037>

Brav, A., Jiang, W., Ma, S., Tian, X. (2018). How Does Hedge Fund Activism Reshape Corporate Innovation? *Journal of Financial Economics*, 130 (2), 237-264. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.012>.

Brossard, O., Lavigne, S., Sakinc, M.E.. (2013). Ownership structures and R&D in Europe: the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders. *Industrial and Corporate Change*, Oxford University Press (OUP), 22 (04), 10.1093/icc/dtt018.halshs-00843984

Bundesrat (2022). Bundesrat eröffnet Vernehmlassung über Verordnung zur Klimaberichterstattung von grossen Unternehmen. <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-87790.html>

Burckhardt, C. (2020). Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision, in : Müller, M., Forrer, L., Zuur, F. (Hrsg.), *Das Aktienrecht im Wandel – Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt*, Zurich/St. Gallen, S. 382

Burckhardt, C. (2022). Stellungnahme zur RFA Loyalitätsaktien basierend auf den Erkenntnissen der noch nicht publizierten Dissertation von C. Burckhardt «Loyalitätsaktien im schweizerischen Recht de lege lata und de lege ferenda». Nicht veröffentlicht.

Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305–333. <http://www.jstor.org/stable/248542>

Chabloy, I. (2022). Rapport relatif au postulat 18.4092 « actions de loyauté ». Universität Freiburg, 29.06.2022.

Cleary, S. (2015). Stock Exchanges and Sustainability. <https://www.greengrowthknowledge.org/sites/default/files/downloads/resource/Stock%20Exchanges%20and%20Sustainability.pdf>

Cremers, M., Pareek, A. (2015). Short-Term Trading and Stock Return Anomalies: Momentum, Reversal, and Share Issuance, *Review of Finance*, 19(4), 1649–1701, <https://doi.org/10.1093/rof/rfu029>

Cremers, M., Pareek, A., Sautner, Z. (2020). Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value: Evidence from Russell 2000 Index Inclusions. *Management Science* 66(10):4535-4551. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3361>

Daeniker, D. (2015) Loyalitätsaktien – Postulat oder Rechtswirklichkeit? in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Europa Institut Zürich Band/Nr. 160, p. 139

Ernst & Young; Europäische Kommission. (2020). Study on directors' duties and sustainable corporate governance: Final report. Publications Office of the European Union. <https://doi.org/10.2838/472901>

Glass, Lewis & Co. (2019). Re: Loyalty shares in Spanish listed companies. [https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2019/06/Glass\\_Lewis\\_Consultation\\_Spanish\\_Loyalty\\_Shares.pdf](https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2019/06/Glass_Lewis_Consultation_Spanish_Loyalty_Shares.pdf)

GlobeScan (2012). *Financial Short-Termism a Major Obstacle to Sustainable Change in Business: Expert Poll*, Abgerufen von: <https://globescan.com/2012/01/26/financial-short-termism-a-major-obstacle-to-sustainable-change-in-business-expert-poll/>

Jarsulic, M., Duke, B., and Madowitz, M. (2015). Long-Termism or Lemons: The Role of Public Policy in Promoting Long-Term Investments. *Centre for American Progress*. <https://www.americanprogress.org/issues/economy/reports/2015/10/21/123717/long-termism-or-lemons>.

Jenter, D. and Lewellen, K. (2017) Performance-Induced CEO Turnover. CEPR Discussion Paper No. DP12274, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3035268>

- LUKB. (2022). Schweizer Aktien im Langzeitvergleich. Die Performance von Aktien in der Schweiz 1969 – 2021. <https://www.lukb.ch/documents/38421/352363/LUKB-Aktien+im+Langzeitvergleich.pdf/7911016b-72e5-2273-4061-674f6f1eb653?t=1583234560119>
- Mauboussin, M.J., Callahan D. (2015). A Long Look at Short-Termism: Questioning the Premise, *Journal of Applied Corporate Finance*, 27 (3), 70-82
- Mio, C., Soerger Zaro, E. & Fasan, M. (2020). Are loyalty shares an effective antidote against short-termism? Empirical evidence from Italy. *Business Strategy and the Environment*, 29(4), 1–12. <https://doi.org/10.1002/bse.2473>
- Moore, M. T. & Petrin, M. (2017). *Corporate Governance: Law, Regulation and Theory*. Palgrave Corporate and Financial Law: London, UK.
- Nationalrat (2018). Amtliches Bulletin der Bundesversammlung - Sommersession 13. Tagung der 50. Amtsdauer, abgerufen von: [https://www.parlament.ch/centers/documents/de/NR\\_5013\\_1806.pdf](https://www.parlament.ch/centers/documents/de/NR_5013_1806.pdf)
- OECD (2021), OECD Corporate Governance Factbook 2021, <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>
- Parlament (2019). 18.4092 – Auswirkungen von «Loyalitätsaktien», Abgerufen von: <https://www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaeft?AffairId=20184092>
- Roe, M. J. & Cenzi Venezzè, F. (2021). Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism? SSRN Electronic Journal.
- Roe, M., Spamann H., Fried S., Wang C. (2021). The Sustainable Corporate Governance Initiative in Europe. *Yale Journal on Regulation Bulletin*, 7. <https://digitalcommons.law.yale.edu/jregonline/7>
- Schenker, U. (2015) Veraltungsrat in der Praxis – Rechtliche Anforderungen, Walder Wyss Rechtsanwälte, Zürich
- Shiller, R. J. (1990). Market volatility and investor behavior. *The American Economic Review*, 80(2), 58-62.
- SIX Swiss Exchange (2022). Liste der Aktienemittenten, Abgerufen von: <https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/shares/companies.html>
- SIX Swiss Exchange (2022b). Volatilitätsindex auf den SMI: [https://www.six-group.com/exchanges/indices/data\\_centre/strategy\\_indices/vsmi\\_de.html](https://www.six-group.com/exchanges/indices/data_centre/strategy_indices/vsmi_de.html)
- Ständerat (2019). Amtliches Bulletin der Bundesversammlung - Sommersession 18. Tagung der 50. Amtsdauer, abgerufen von: [https://www.parlament.ch/centers/documents/de/SR\\_5018\\_1906.pdf](https://www.parlament.ch/centers/documents/de/SR_5018_1906.pdf)
- Von der Crone, H.C., Mohasseb, K. (2019). Stand der Aktienrechtsrevision Zehn Kernpunkte der ständerätlichen Debatte. *Aktuelle Juristische Praxis (AJP)*, 28(8):781-794.
- Voss, T. (2018). ECGI Roundtable: Loyalty Shares, Brussels. <https://lirias.kuleuven.be/retrieve/514088>
- Willey, K. M. (2019). *Stock Market Short-Termism*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-22903-0>
- Zimmermann, Y.S., Zimmermann, H. (2019). *Besitzverhältnisse an börsenkotierten schweizerischen Unternehmen - Eine Analyse des «SMI expanded» Aktienuniversums*, Strukturberichterstattung Nr. 59, Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Bern. Abgerufen von: [https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Publikationen\\_Dienstleistungen/Publikationen\\_und\\_Formulare/Strukturwandel\\_Wachstum/Branchenanalysen/Besitzverhaeltnisse\\_boersenkotierten\\_CH-Unternehmen.html](https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Publikationen_Dienstleistungen/Publikationen_und_Formulare/Strukturwandel_Wachstum/Branchenanalysen/Besitzverhaeltnisse_boersenkotierten_CH-Unternehmen.html)



**BSS Volkswirtschaftliche Beratung AG**, Aeschengraben 9, 4051 Basel  
T +41 61 262 05 55, [contact@bss-basel.ch](mailto:contact@bss-basel.ch), [www.bss-basel.ch](http://www.bss-basel.ch)