

Investieren, nicht spekulieren

Unternehmen können durch die Ausgabe von Loyalitäts-Aktien langfristige Investoren belohnen.

Führende internationale Investoren diskutieren die Idee einer Loyalitäts-Aktie (kurz L-Aktie) neu. Sie ist ein einfaches Mittel für Publikumsgesellschaften, langfristig handelnde Investoren anzuziehen und zu belohnen. Deren Position wird gestärkt; sie werden zu Eigentümern, die ihren Namen verdienen und als solche handeln. Das Instrument der L-Aktie könnte auch von Schweizer Publikumsgesellschaften eingesetzt werden.



Von Jakob Höhn

Partner
Pestalozzi Rechtsanwälte AG
Zürich

Der frühere amerikanische Vizepräsident Al Gore lancierte die Idee der «Loyalitäts-Aktie» oder «Treue-Aktie», kurz L-Aktie, neu. Gore, heute selber erfolgreicher langfristiger und nachhaltiger Investor, sieht in der L-Aktie ein probates Mittel, mehr Balance zwischen kurzfristigen Spekulanten und langfristigen Investoren zu erreichen.

In der Tat ist die zunehmende Kurzfristigkeit an den Kapitalmärkten dramatisch. Während noch 1960 die durchschnittliche Haltedauer von Aktien an der New Yorker Börse bei über 8 Jahren lag, ist sie heute auf unter 1 Jahr gesunken.

Die Ursachen sind bei den sogenannten modernen Anlageinstrumenten und der Atomisierung der Welt der Finanzmarktakteure zu suchen. Komplexe, computergesteuerte Strategien



und Peter Zollinger

Partner und Leiter Impact Research
Globance Bank AG
Zürich

entscheiden über den Kauf und Verkauf von Aktien. Und eine Vielzahl von Finanzmarktteilnehmern mit ihren Eigeninteressen hat sich zwischen die eigentlichen Eigentümer und die Unternehmen geschoben. Das Management von kotierten Gesellschaften kommt unter Druck, sich dem Diktat von kurzfristig denkenden Analysten und Investoren zu unterwerfen. Vergessen geht, dass die fehlende langfristige Perspektive den Unternehmen oft auch die Möglichkeiten verbaut, ihre Strategien und Geschäftsmodelle so radikal zu erneuern, wie es tektonische Umwälzungen in ihren Märkten erfordern. Energiewende, IT-Revolution oder die aufstrebenden Märkte sollen hier stellvertretend als Stichworte genügen. Die Kurzfristigkeit der Märkte limitiert auf gefährliche Weise den Handlungsspiel-

raum der Unternehmen. Die Kosten solcher Kurzfristigkeit tragen alle wirklichen Partner der Unternehmen: Kunden, langfristige Investoren, das Management und die Mitarbeiter, Lieferanten und die betroffenen Gemeinwesen, kurz alle, ausser Spekulanten.

Belohnung langfristiger Investoren

Eine Trendumkehr ist deshalb von grossem Interesse für viele. Hier setzt die L-Aktie an: Sie ermöglicht es Gesellschaften, diejenigen Investoren zu belohnen, die an der langfristigen Entwicklung ihres Unternehmens ernsthaft interessiert sind und ihre Loyalität (oder besser, ihre Investition) nicht bei jeder Gelegenheit grundsätzlich in Frage stellen. Stellvertretend für relevante akademische Arbeiten sei hier auf eine Studie der Columbia University hingewiesen, welche auch dem erwähnten Vorstoss von Al Gore Pate stand (L-Shares: Rewarding Long-Term Investors, Bolton, Columbia University, 2010).

Viele Ausprägungen sind möglich: Im Kern handelt es sich bei der L-Aktie nicht um eine besondere Aktie, sondern um eine ganz gewöhnliche Aktie, die mit einer Option (genauer einer Call-Option) verbunden wird, die es der kotierten Gesellschaft erlaubt, treue Investoren nach einer bestimmten Haltedauer (Loyalitätsperiode) zu belohnen, bspw. mit der Möglichkeit des Bezugs einer zusätzlichen Aktie zu einem attraktiven Preis. Wird die Aktie vor Ablauf der Loyalitätsperiode verkauft, verfällt die Option wertlos.

Der Preis kann entweder bei Ausgabe der Option auf Basis des aktuellen Aktienkurses fixiert oder mittels einer definierten Formel durch den Marktverlauf bestimmt werden (z.B. der durchschnittliche Aktienkurs wäh-

rend der Loyalitätsperiode). Diese Variante käme u.a. zum Zug, um die Loyalität von Aktionären in unruhigen Zeiten mit volatilen Aktienkursen zu fördern. Aus Sicht der Unternehmensfinanzierung bieten sich hier interessante strategische Gestaltungsmöglichkeiten. Das Management kann seiner langfristigen Strategie und seiner Zuversicht mit der Wahl einer passenden Formel Nachdruck verleihen.

Einführung auch in der Schweiz möglich

Wie steht es mit der Umsetzung in der Schweiz? Das Schweizer Aktienrecht erlaubt die Einführung von L-Aktien bspw. wie folgt: Die Generalversammlung beschliesst die Gratisausgabe von L-Optionen an alle Aktionäre. Eine L-Option berechtigt zum Bezug einer Aktie nach Ablauf einer Haltedauer von 2 bis 3 Jahren zum volumengewichteten Durchschnittskurs während dieser Loyalitätsdauer. Die Aktienlieferung bei Ausübung kann dadurch gesichert werden, dass die Gesellschaft mittels Rückkaufprogramm die benötigten Aktien erwirbt. Auf diese Weise kann sichergestellt werden, dass die Einführung der L-Aktien nicht zu einer Verwässerung führt.

Möglich ist auch die Bereitstellung der benötigten Aktien durch bedingtes Aktienkapital. Zwar ist dies im Gesetz nicht ausdrücklich vorgesehen, doch geht die herrschende Lehre davon aus, dass das bedingte Aktienkapital zur Ausgabe von Aktionärsoptionen verwendet werden kann. Wichtig ist, dass die L-Option allen Aktionären zugeteilt wird.

Sodann müssen die Bedingungen so ausgestaltet sein, dass der Anreiz, die Aktien lange zu halten, nicht dazu führt, dass sinnvolle strategische Alternativen verhindert werden. So muss

eine Übernahme oder eine Fusion dennoch möglich sein, indem die Haltedauer in einem solchen Fall vorzeitig endet oder auf die im Rahmen der Übernahme bzw. Fusion erhaltenen Beteiligungspapiere übertragen wird.

Auch die Abwicklung sollte in der Schweiz möglich sein: L-Aktien mit zugeteilten Optionen wird einfach eine eigene Wertschriftenidentifikationsnummer (ISIN) zugewiesen. Wird die Aktie vor Ablauf der Loyalitätsperiode verkauft, verfällt die L-Option und die ISIN-Nummer wechselt automatisch zurück auf diejenige der ordentlichen Aktie ohne L-Option.

Die Grundkonstruktion der L-Aktie ist vergleichbar mit derjenigen der in Verruf geratenen Management-Stock-Option-Programme. Das entbehrt zwar nicht einer gewissen Ironie, ist auf den zweiten Blick jedoch logisch: Sowohl Management wie Eigentümer sollen die gleichen, langfristigen Interessen haben, und ihre Anreizsysteme sollen entsprechend aufeinander abgestimmt sein.

Wir sind davon überzeugt, dass die L-Aktie dazu beitragen könnte, einige der namentlich seit der Finanzkrise georteten Missstände zu beheben. Auf Unternehmensebene kann dank dem finanziellen Anreiz das Gewicht und der Einfluss von langfristigen Investoren gestärkt werden, die es den Un-

ternehmensverantwortlichen erlauben, eine langfristig wertorientierte Unternehmensstrategie zu verfolgen.

Langfristig stabilisierend

Auf den Gesamtmarkt könnten sich L-Aktien gerade in Zeiten grosser Unsicherheit stabilisierend auswirken. Für viele Investoren sind kurzfristige Gewinne gar nicht interessant, wenn langfristig die Werterhaltung nicht gesichert werden kann. Was nützt es dem 30jährigen Angestellten, dass seine Pensionskasse im Jahre 2006 eine ausserordentliche Rendite erzielte, wenn in den folgenden Jahren alles und viel mehr an Wert vernichtet wird?

Gerade die gewichtigsten Investoren, die unser aller Vorsorgevermögen betreuen, haben ein eminentes Interesse, dass das Finanzsystem wieder vermehrt auf Langfristigkeit ausgerichtet wird. Wir meinen, die führenden Schweizer Unternehmen sollten nicht warten, bis diese Investorengruppen Langfristigkeit und ein Entgelt für ihren Beitrag zur Langfristigkeit einfordern, sondern von sich aus vorgehen und den Einsatz von L-Aktien prüfen.

jakob.hoehn@pestalozzilaw.com

www.pestalozzilaw.com

peter.zollinger@globalance-bank.com

www.globalance-bank.com

Gerade die gewichtigsten Investoren, die unser aller Vorsorgevermögen betreuen, haben ein eminentes Interesse, dass das Finanzsystem wieder vermehrt auf Langfristigkeit ausgerichtet wird.

Die L-Aktie ermöglicht es Gesellschaften, diejenigen Investoren zu belohnen, die an der langfristigen Entwicklung ihres Unternehmens ernsthaft interessiert sind und ihre Loyalität (oder besser, ihre Investition) nicht bei jeder Gelegenheit grundsätzlich in Frage stellen.