



HODL-Aktien (Loyalitätsaktien)

Ein Instrument für die Gewinnung von Investoren in Krisenzeiten und bei Start-up-Unternehmen mit langfristigen Erfolgsaussichten

RONALD KOGENS*

In Krisenzeiten sind die kurzfristigen Aussichten für Unternehmen meist ungewiss. Investoren verschieben ihre Vermögenswerte in Anlageinstrumente mit hoher Liquidität und Stabilität. Es ist deshalb insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen schwierig, neues Geld aufzunehmen. Vorzugsaktien können mit Vorrechten verbunden werden, die gegenüber Stammaktien typischerweise einen Anspruch auf Vorabzufriedenung oder eine quantitative Besserstellung einräumen. Vorzugsaktien können auch ein Vorrecht auf Dividenden bieten, das von der Haltedauer der Vorzugsaktien abhängig ist (HODL-Aktien). Ein solches Vorrecht honoriert Investoren, die eine langfristige Anlagestrategie verfolgen und auch in Krisenzeiten bereit sind, in Unternehmen zu investieren. Es ist aber auch ein interessantes Instrument für Start-up-Unternehmen, um Investoren langfristige Erfolgsaussichten schmackhaft zu machen.

En temps de crise, les perspectives à court terme sont souvent incertaines pour les entreprises. Les investisseurs déplacent leurs actifs vers des instruments de placement hautement liquides et stables. Ce sont donc surtout les petites et moyennes entreprises qui peinent à lever de nouveaux fonds. Les actions privilégiées peuvent être assorties de droits préférentiels qui confèrent généralement un droit à être désintéressé en priorité ou offrent un avantage quantitatif par rapport aux actions ordinaires. Les actions privilégiées peuvent également offrir un droit préférentiel aux dividendes, dépendant de la durée de détention de ces actions (actions HODL). Ce type de droit préférentiel récompense les investisseurs qui poursuivent une stratégie de placement à long terme et sont prêts à investir dans l'entreprise même en temps de crise. Mais il s'agit aussi d'un instrument intéressant pour les start-up puisqu'il leur permet de rendre les perspectives de succès à long terme attrayantes pour les investisseurs.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Vorzugsaktien bei Aktiengesellschaften
 - A. Historische Anerkennung und Begriff
 - B. Zweck von Vorzugsaktien
 - C. Vorrechte (Vorrecht auf Dividende)
- III. HODL-Aktien
 - A. Rechtliche Ausgestaltung und Einordnung
 - B. Betrachtung aus Sicht des Gleichbehandlungsprinzips, des Sachlichkeitsgebots und des Gebots der schonenden Rechtsausübung
- IV. Zusammenfassung und Fazit

I. Einleitung

Die Coronavirus-Pandemie zeigt, wie fragil Binnen- und Weltwirtschaft sind. Selbst solid aufgestellte Unternehmen können rasch in Liquiditätsengpässe geraten und kurzfristig vor düsteren Aussichten stehen. Die Aufnahme von zusätzlichem Eigenkapital gestaltet sich in solchen Krisenzeiten als schwierig, weil potenzielle Kapitalgeber den Fokus auf liquide und stabile Anlageinstrumente legen. Krisen regen aber auch zum Denken an und fördern die Innovationskraft. Im Folgenden werden zunächst die in der Praxis typischen Eigenschaften von Vorzugsaktien bei Aktiengesellschaften dargestellt. Anschliessend wird

eine Strukturierungsmöglichkeit von Vorzugsaktien vorgestellt, die für Investoren einen Anreiz schafft, selbst in Krisenzeiten Kapital an Unternehmen bereitzustellen. Diese Art von Vorzugsaktien – nachfolgend HODL-Aktien genannt – ist auch für Start-up-Unternehmen mit langfristigen Erfolgsaussichten ein interessantes Instrument.

II. Vorzugsaktien bei Aktiengesellschaften

A. Historische Anerkennung und Begriff

Das Rechtsinstitut der Vorzugsaktie fand bei der grossen Revision des Obligationenrechts 1936 explizit Eingang in das Obligationenrecht. Zuvor hatte das Recht in Bezug auf Vorzugsaktien geschwiegen. Es bestand aber in der Doktrin und Praxis Einigkeit, dass gewisse Aktien Vorrechte betreffend Reingewinn und Liquidationsergebnis verleihen können.¹ In der Schweiz waren es die Eisenbahngesellschaften, die mit Hilfe von Aktien, die Prioritätsrechte verleihen, Kapital zu beschaffen

* RONALD KOGENS, MLaw, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei FRORIEP Legal AG.

¹ Vgl. zu diesem Absatz Botschaft vom 21. Februar 1928 des Bundesrats an die Bundesversammlung zu einem Gesetzentwurf über die Revision der Titel XXIV bis XXXIII des schweizerischen Obligationenrechts, BBl 1928 I 233 ff.; MARTIN LIEBI, Vorzugsaktien, Zürich/St. Gallen 2008, N 14 ff.

versuchten.² Auch das Bundesgericht hatte bereits vor der genannten Revision den Bestand von Vorzugsaktien (dazumal Prioritätsaktien) als Rechtsinstitut anerkannt, das sich *praeter legem* entwickelt hatte.³ Der dazumal eingeschlagene Weg hat sich bewährt. Das Rechtsinstitut der Vorzugsaktie ist in der heutigen Fassung des Obligationenrechts für Aktiengesellschaften in Art. 654 ff. OR geregelt und ein wichtiges Instrument im Speziellen bei aussergerichtlichen Sanierungen und für die Finanzierung von Start-up-Unternehmen durch Angel-Investoren oder Venture-Capital-Firmen.

Gemäss Art. 656 OR können sich Vorrechte namentlich auf die Dividende (mit oder ohne Nachbezugsrecht⁴), auf den Liquidationserlös und auf die Bezugsrechte für den Fall der Ausgabe neuer Aktien erstrecken. Vorzugsaktien werden als besondere Kategorie neben den Stammaktien geschaffen und bedürfen zu ihrer Verbindlichkeit der Aufnahme in die Statuten (Art. 627 Ziff. 9 OR). Die Privilegierung kann sich gemäss herrschender Doktrin auf einen zeitlichen Vorabzufriedigungsanspruch oder einen quantitativen Mehranspruch beziehen.⁵ Mit Ausnahme von Bezugsrechten und Vorwegzeichnungsrechten, die mitwirkungs- und vermögensrechtliche Eigenschaften aufweisen,⁶ sind nach der herrschenden Lehre Vorrechte auf aktienrechtliche Mitwirkungsrechte oder Stimmrechte nicht zulässig.⁷ Dies bedeutet jedoch nicht, dass eine Vorzugsaktie nicht auch zugleich als Stimmrechtsaktie

ausgestaltet werden kann (Art. 693 OR).⁸ Es gibt vereinzelte ältere Lehrmeinungen, die auch ein Vorrecht auf das Stimmrecht und die weiteren Mitwirkungsrechte als zulässig erachten.⁹

Nicht als Vorrecht gilt die Bevorzugung von Gründern oder anderen Personen im Sinne von Art. 628 Abs. 3 OR (Gründervorteile), die *ad personam* zuerkannt werden und nicht wie die Vorrechte an die Aktien geknüpft sind.¹⁰ Ebenfalls eine andere Bevorzugung stellt die Ausgabe von Genussscheinen (Art. 657 OR) oder Prioritätspartizipationsscheinen (Art. 656a Abs. 2 OR) dar oder die Gewährung von Bauzinsen (Art. 676 OR).

B. Zweck von Vorzugsaktien

Vorzugsaktien werden in der Praxis in verschiedenen Situationen eingesetzt. Zu den häufigsten Anwendungsfällen gehört u.a. der Einsatz bei Private-Equity- und Venture-Capital-Finanzierungen, bei Joint Ventures, insbesondere wenn eine Partei eine beträchtliche Mehrleistung erbringt, bei Familiengesellschaften, um den Interessen sowie dem Engagement der einzelnen Mitglieder gerecht zu werden, sowie bei Sanierungen (aussergerichtlich), um dem risikonehmenden Kapitalgeber im Gegenzug Sondervorteile verschaffen zu können.¹¹

Sodann wurde vor einigen Jahre die Verwendung von Vorzugsaktien als «Tracking Stocks» oder «Targeted Stocks» (auf Deutsch auch Spartenaktien genannt) in der Doktrin diskutiert.¹² Mit dem aus den USA stammenden Konzept wird ein Anspruch auf Dividende (und allenfalls weitere Rechte wie Liquidationserlös) aus dem Ergebnis eines spezifischen Betriebsteils eingeräumt, der im Resultat gleich sein soll, wie wenn der Betriebsteil rechtlich abgespalten worden wäre.¹³ Bis heute ist höchstrichterlich

² LIEBI (FN 1), N 8.

³ BGE 51 II 412 E. 4; LIEBI (FN 1), N 13.

⁴ Nachbezugsrechte bedeutet: Ausfallende Dividenden aufgrund eines zu geringen oder nicht erzielten Bilanzgewinnes und nicht vorhandener spezifischer Reserven sind in den folgenden Jahren, in denen der Bilanzgewinn oder die spezifischen Reserven dies zulassen, nachzuholen (auch teilweise als kumulatives Dividendenvorrecht bezeichnet).

⁵ PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2009, § 4 N 160 f.; BSK OR II-LIEBI, Art. 654–656 N 1, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Obligationenrecht II, Art. 530–964 OR inkl. Schlussbestimmungen, Basler Kommentar, 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Verfasser).

⁶ ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER FORSTMOSER/ROLF SETHE, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 12. A., Bern 2018, § 16 N 330 f.; RASHID BAHAR/MARTIN PEYER, in: Lukas Handschin (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Obligationenrecht, Art. 620–659b OR, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen, 2. A., Zürich 2016, Art. 654–656 OR N 1 (zit. ZK-BAHAR/PEYER).

⁷ BSK OR II-LIEBI (FN 5), Art. 654–656 N 1; LIEBI (FN 1), N 199; CHK-HEIZ, Art. 656 OR N 3, in: Marc Amstutz et al. (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft (Art. 530–771 OR) inkl. VegüV, 3. A., Zürich 2016 (zit. CHK-Verfasser); JÜRIG FRICK, Private Equity im Schweizer Recht, Zürich/St. Gallen 2008, N 894; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 1.

⁸ CHK-HEIZ (FN 7), Art. 656 OR N 3; LIEBI (FN 1), N 6; BSK OR II-LIEBI (FN 5), Art. 654–656 N 1; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 1; DANIEL DAENIKER, One share, one vote – Bedeutung der Debatte für die M&A-Praxis, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Zürich 2013, 147 ff.

⁹ Näheres bei LIEBI (FN 1), N 203.

¹⁰ PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 41 N 29; CHK-HEIZ (FN 7), Art. 654 OR N 1; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 3.

¹¹ BSK OR II-LIEBI (FN 5), Art. 654–656 N 3 ff.; BÖCKLI (FN 5), § 4 N 156 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 10), § 41 N 35; CHK-HEIZ (FN 7), Art. 654 OR N 1; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 372 f.; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 6.

¹² CHK-HEIZ (FN 7), Art. 654 OR N 1; LIEBI (FN 1), N 36. MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 375.

¹³ BÖCKLI (FN 5), § 4 N 434 ff.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 375.

nicht geklärt, ob solche «Tracking Stocks» rechtlich zulässig sind. Obwohl einzelne Handelsregisterämter sie als Vorzugsaktien zugelassen haben, steht ein gewichtiger Teil der Lehre mit namhaften Autoren den «Tracking Stocks» kritisch gegenüber.¹⁴ Aufgrund des mangelnden Bedürfnisses in der Praxis hat die Thematik «Tracking Stocks» jedoch kaum Relevanz.¹⁵

C. Vorrechte (Vorrecht auf Dividende)

Vorrechte können sich namentlich auf die Dividende mit oder ohne Nachbezugsrecht, auf den Liquidationsanteil und auf die Bezugsrechte für den Fall der Ausgabe neuer Aktien erstrecken (Art. 656 Abs. 2 OR). Die gesetzliche Aufzählung ist, wie die Formulierung «namentlich» vermuten lässt, beispielhaft und nicht abschliessend.¹⁶ Im Rahmen der zwingenden aktienrechtlichen Schranken – insbesondere des Sachlichkeitsgebots¹⁷ und des Gleichbehandlungsprinzips¹⁸ – können auch weitere Vermögensrechte eingeräumt werden.¹⁹ Wie eingangs erwähnt, bezieht sich das in diesem Beitrag vorgestellte Vorrecht auf die Dividende. In den nachfolgenden theoretischen Ausführungen wird deshalb nicht auf die weiteren möglichen Vorrechte gemäss Art. 656 Abs. 2 OR eingegangen.

Das Dividendenvorrecht ist eines der bedeutendsten Vorrechte in der Praxis. Es regelt, inwiefern die Vorzugsaktionäre an dem allenfalls vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen und von der Generalversammlung bestimmten oder gemäss den Statuten nach Genehmigung der Jahresrechnung²⁰ – unter Berücksichtigung der gesetzlichen Leitplanken insbesondere in Art. 674 Abs. 1 OR und Art. 728a Abs. 1 Ziff. 1 OR – zu verteilenden Bilanzgewinn partizipieren. Das Vorrecht kann sich unter anderem auf einen festgelegten «Vorabbefriedigungsanspruch», eine «quantitative Besserstellung», die sich z.B. an einer betraglich oder prozentual festgelegten oder bestimmbar-

ren²¹ Höhe²² ausrichtet (Faktoren oder Kennzahlen), oder eine Kombination aus den genannten Rechten beziehen.²³ Vorrechte auf Dividenden können überdies kumulativ (Vortragung der Vorrechtsdividende mit Nachbezugsrecht), nichtkumulativ (keine Vortragung) oder hybrid strukturiert werden (Vortragung, soweit in einem Geschäftsjahr tatsächlich ein ausschüttbarer Jahresgewinn erwirtschaftet, dieser aber nicht ausgeschüttet wurde).²⁴ Auch besteht die Möglichkeit, Dividendenvorrechte mit einer auflösenden oder mit einer aufschiebenden Bedingung zu verknüpfen und zu befristen.²⁵

In der Lehre werden teilweise Vorrechte mit einem betraglich oder prozentual festgelegten Vorabbefriedigungsanspruch zusätzlich wie folgt unterschieden: Partizipieren die Vorzugsaktionäre neben dem betraglich oder prozentual festgelegten Vorabbefriedigungsanspruch zudem an einem den Vorabbefriedigungsanspruch überschüssenden Betrag, handelt es sich um ein «unlimitiertes oder partizipierendes Vorrecht». Umgekehrt wird ein sich auf den betraglich oder prozentual festgelegten Vorabbefriedigungsanspruch beschränktes Vorrecht (ohne Beteiligung am überschüssenden Betrag) als «limitiertes Vorrecht» bezeichnet.²⁶ Diese zusätzliche Unterscheidung ist m.E. unpräzise und deshalb nur beschränkt von Nutzen, weil eine Beteiligung am überschüssenden Betrag ebenfalls limitiert sein kann. Auch kann die Partizipation der Stammaktionäre nach dem beschränkten Vorabbefriedigungsanspruch limitiert sein, sodass erst danach in einer dritten Runde alle Aktionäre (Vorzugs- und Stammaktionäre) gemeinsam zum Zug kommen, anteilmässig oder übermässig nach Kategorie.

¹⁴ Vgl. BÖCKLI (FN 5), § 4 N 434 ff.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 375; CHK-HEIZ (FN 7), Art. 654 OR N 1; vgl. ferner betreffend Zulässigkeit FLORIAN ZIHLER, Handelsregisterpraxis zu Spartenaktien in Form von Vorzugsaktien, REPRAX 3/2016, 1 ff.

¹⁵ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 375.

¹⁶ BSK OR II-LIEBI (FN 5), Art. 654–656 N 14; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 10.

¹⁷ Das von der bundesgerichtlichen Rechtsprechung entwickelte Prinzip der Sachlichkeit hat unter anderem in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2, Art. 652b Abs. 2 und Art. 653c Abs. 2 OR Niederschlag gefunden.

¹⁸ Das Gleichbehandlungsprinzip ist in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 bzw. Art. 717 Abs. 2 OR festgeschrieben.

¹⁹ BSK OR II-LIEBI (FN 5), Art. 654–656 N 14; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 10.

²⁰ LIEBI (FN 1), N 238.

²¹ DIETER GERICKE, Vorzugsrechte des Venture Capital-Investors, in: Dieter Gericke (Hrsg.), Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA-Musterverträge), Zürich 2011, 111 ff.

²² Gemäss BAHAR/PEYER ist auch eine Referenz auf das Geschäftsergebnis eines Teilbereichs möglich (ZK-BAHAR/PEYER [FN 6], Art. 654–656 OR N 12); siehe aber die kritische Betrachtung von «Tracking Stocks» durch einen Teil der Lehre in II.B.

²³ CHK-HEIZ (FN 7), Art. 656 OR N 4; BÖCKLI (FN 5), § 4 N 160 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 10), § 41 N 27; FRICK (FN 7), N 896; ULYSSES VON SALIS-LÜTOLF, Private Equity Finanzierungsverträge, Funktion – Recht – Steuern, Zürich/Basel/Genf 2002, N 667 ff.; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 12.

²⁴ BSK OR II-LIEBI (FN 5), Art. 654–656 N 20; BÖCKLI (FN 5), § 4 N 161; FRICK (FN 7), N 896; LIEBI (FN 1), N 246; VON SALIS-LÜTOLF (FN 23), N 669; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 15.

²⁵ LIEBI (FN 1), N 243; FRICK (FN 7), N 896; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 12.

²⁶ Vgl. dazu CHK-HEIZ (FN 7), Art. 656 OR N 4; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 14.

III. HODL-Aktien

HODL-Aktien sind eine Ausgestaltungsmöglichkeit von Aktien, die das langfristige Halten der Aktien belohnen. Das Grundkonzept – Belohnung für Halten – und der Name «HODL» stammen aus der «Distributed Ledger Community». Ursprünglich handelte es sich um einen Tippfehler. Ein Forumnutzer wollte eigentlich «holding» statt «hodling» schreiben. Daraus hat sich der Begriff «HODL» gebildet, unter welchem nun in der «Distributed Ledger Community» das Halten statt Verkaufen verstanden wird. Entsprechend ist ein «Hodler» eine Person, die Vermögenswerte – meist aufgrund von mit dem Vermögenswert verbundenen Anreizen – hält und nicht verkauft.²⁷

HODL-Aktien sollen solid aufgestellten Unternehmen eine Möglichkeit bieten, auch in wirtschaftlichen Krisenzeiten einfacher frisches Geld aufnehmen zu können. Dazu wird in der Struktur der HODL-Aktien für die Investoren einen Anreiz geschaffen, möglichst rasch einzusteigen, unabhängig von der aktuellen Wirtschaftslage und dem unmittelbaren (sonst soliden) Geschäftsgang. Das Konzept lautet: «Je früher dabei, desto höher fällt die Beteiligung am Bilanzgewinn aus.» HODL-Aktien können auch ausserhalb von Krisenzeiten insbesondere bei Start-up-Unternehmen interessant sein. Selbstredend ist der Einstieg für die Investoren bei den Letztgenannten stärker mit Risiken behaftet als bei einer Beteiligung an einem bereits über eine Dauer bestehenden und grundsätzlich robusten Unternehmen.

A. Rechtliche Ausgestaltung und Einordnung

Die in diesem Aufsatz vorgestellten HODL-Aktien sind als Vorzugsaktien im Sinne von Art. 654 ff. OR ausgestaltet. Das mit den Vorzugsaktien verknüpfte Vorrecht ist ein Dividendenvorrecht (Art. 656 Abs. 2 OR), das mit oder ohne Vorabbefriedigungsanspruch oder Nachbezugsrecht ausgestaltet werden kann und je nach Haltedauer eine quantitative Besserstellung des jeweiligen Vorzugsaktionärs mit sich bringt. Es ist ein rein vermögensrechtliches Vorrecht und beinhaltet keine Elemente von Mitwirkungsrechten oder Stimmrechten.

Wie oben ausgeführt (II.C.), kann sich die quantitative Besserstellung auf eine betragslich oder prozentual festge-

legte oder bestimmbare Höhe beziehen.²⁸ Bei der Ausgestaltung der Besserstellung besteht grosses Ermessen. Die Besserstellung hat sich jedoch stets nach sachlichen, objektiv bestimmbaren und in den Statuten niedergeschriebenen Kriterien zu richten.²⁹ Beim Dividendenvorrecht der HODL-Aktien ist dies durch die Festlegung einer prozentualen oder betragsmässigen Steigerung und die Anbindung an die Haltedauer des Anspruchs gegeben. Demnach erhöht sich der Anspruch am zu verteilenden Bilanzgewinn im Vergleich zum prozentualen Anteil am einbezahlten Aktienkapital (ohne Berücksichtigung von Agio) linear oder nichtlinear gemäss einem festgesetzten Prozentsatz oder Betrag pro zusätzliches Jahr Eigentum an den Vorzugsaktien durch den gleichen Aktionär. Es ist auch möglich, das Vorrecht kumulativ auszugestalten, sodass dem Vorzugsaktionär ebenfalls ein Nachbezugsrecht zukommt. Die Statutenbestimmung für ein nichtkumulatives Dividendenvorrecht mit einer linearen quantitativen Besserstellung könnte etwa wie folgt lauten:

Artikel [...] – Aktienkapital und Aktien

Das Aktienkapital beträgt [...] und ist eingeteilt in [...] Namenaktien (Stammaktien) zu CHF 1.00 nominal sowie [...] Namenaktien (Vorzugsaktien A) zu CHF 1.00 nominal. Die Aktien sind vollständig liberiert.

Vorzugsrecht

Im Falle eines Dividendenbeschlusses durch die Generalversammlung soll der Erlös anteilmässig (a) nach Beteiligungswert Kategorie A an sämtliche Eigentümer von Vorzugsaktien A und (b) nach Nennwert an sämtliche Eigentümer von Stammaktien ausgeschüttet werden.

Der Beteiligungswert Kategorie A wird wie folgt bestimmt:

- *Bis zu einem Jahr Haltedauer der Vorzugsaktien A entspricht der Beteiligungswert dem Nennwert;*
- *ab einem Jahr Haltedauer der Vorzugsaktien A entspricht der Beteiligungswert dem Nennwert plus 5%;*
- *ab zwei Jahren Haltedauer der Vorzugsaktien A entspricht der Beteiligungswert dem Nennwert plus 10%;*
- *ab drei Jahren Haltedauer der Vorzugsaktien A entspricht der Beteiligungswert dem Nennwert plus 15%.*

Werden die Vorzugsaktien A übertragen, beginnt die Berechnung der Haltedauer zur Bestimmung des Beteiligungswertes Kategorie A jeweils von neu.³⁰

²⁷ Vgl. dazu Internet: <https://en.wikipedia.org/wiki/Hodl> (Abruf 24.4.2020).

²⁸ CHK-HEIZ (FN 7), Art. 656 OR N 4; BÖCKLI (FN 5), § 4 N 162; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 10), § 41 N 27; GERICKE (FN 21), 111 ff.; VON SALIS-LÜTOLF (FN 23), N 667 ff.; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 12.

²⁹ GERICKE (FN 21), 111 ff.; VON SALIS-LÜTOLF (FN 23), N 667; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 12.

³⁰ Das Handelsregisteramt des Kantons Zürich hat gegen die Musterbestimmung keine Einwände erhoben (Stand März 2020).

B. Betrachtung aus Sicht des Gleichbehandlungsprinzips, des Sachlichkeitsgebots und des Gebots der schonenden Rechtsausübung

Die Aktionäre haben prinzipiell ein Recht auf «Gleichbehandlung». Dieses Gebot ist im Zusammenhang mit Beschlüssen der Generalversammlung (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR) und der Tätigkeit des Verwaltungsrats (Art. 717 Abs. 2 OR) explizit im Gesetz verankert. Im Sinne von Art. 717 Abs. 2 OR hat der Verwaltungsrat als Leitungsorgan der Aktiengesellschaft sämtliche Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. In der Regel handelt es sich im Aktienrecht deshalb um «relative Gleichbehandlung».³¹ Ausgenommen davon sind die meisten Schutzrechte (z.B. das Einsichts- und Auskunftsrecht gemäss Art. 696 f. OR, das Anfechtungsrecht gemäss Art. 796 Abs. 1 OR und das Recht zur Verantwortlichkeitsklage gemäss Art. 752 ff. OR) und Mitwirkungsrechte (z.B. das Teilnahmerecht an der Generalversammlung gemäss Art. 689 OR oder das Recht, sich zu den traktandierten Gegenständen zu äussern oder Anträge zu diesen zu stellen, gemäss Art. 700 Abs. 4 OR), bei denen überwiegend Gleichstellung nach Köpfen und somit eine absolute Gleichbehandlung gilt.³² Die Gleichbehandlung bezieht sich auf die Aktien und nicht auf den Aktionär als natürliche oder juristische Person; entsprechend werden statutarisch festgelegte Unterschiede z.B. bezüglich verschiedener Aktienkategorien (Vorzugsaktien oder Stammaktien) vom Gleichbehandlungsgebot in Art. 717 Abs. 2 OR nicht berührt.³³ Eine Abweichung vom Gleichbehandlungsgebot (d.h., Gleiches wird ungleich behandelt oder Ungleiches wird gleich behandelt) ist möglich, sofern ein sachlicher Grund vorliegt (Interesse der Aktiengesellschaft entsprechend dem Sachlichkeitsgebot³⁴) und die Abweichung verhältnismässig ist. Letzteres verlangt eine Vereinbarkeit mit dem Gebot

der Erforderlichkeit, der Eignung und der schonenden Rechtsausübung³⁵ (Übermassverbot).³⁶

Die nachfolgenden Ausführungen zu den genannten Geboten im Zusammenhang mit Vorzugsaktien beschränken sich auf die Einführung von Vorzugsaktien mit Dividendenvorrechten und das Verhältnis unter den Vorzugsaktionären. Auf die Problematik der nachteiligen Rechtsausübung durch die Stammaktionäre zuungunsten der Vorzugsaktionäre wird nicht eingegangen.³⁷

Die Schaffung von Vorzugsaktien erfolgt nach Massgabe der Statuten oder durch eine Statutenänderung, die von der Generalversammlung mit der absoluten Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen (Art. 703 OR) beschlossen wird. Die beschlossene vermögensrechtliche Besserstellung untersteht infolgedessen den inhaltlichen Anforderungen von Art. 706 OR. Entsprechend darf die Einführung keine Bestimmung des Gesetzes oder der Statuten verletzen, sie muss sachlich gerechtfertigt und verhältnismässig sein (Sachlichkeitsgebot und schonende Rechtsausübung) und darf keine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung bewirken (Gleichbehandlungsgebot).³⁸ Die gleichen Prinzipien sind anwendbar für Beschlüsse unter den Vorzugsaktionären im Rahmen einer Sonderversammlung.³⁹ Im Umgang mit den Vorzugsaktionären gilt für den Verwaltungsrat wie im Umgang mit den Stammaktionären das Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 717 Abs. 2 OR.

Das mit den HODL-Aktien verbundene Dividendenvorrecht (siehe Musterbestimmung oben II.A.) führt je nach Haltedauer zu einer quantitativen Besserstellung, die aufgrund der in den Statuten betraglich oder prozentual festgelegten Höhe objektiv bestimmbar ist. Konkret bemisst sich der Anspruch in der Musterbestimmung am zu verteilenden Bilanzgewinn nicht am effektiven Kapitalanteil, sondern am fiktiven, objektiv bestimmbar

³¹ In Bezug auf Art. 717 OR siehe BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA (FN 5), Art. 717 N 23.

³² Vgl. dazu MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 188 ff.

³³ BÖCKLI (FN 5), § 13 N 679; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA (FN 5), Art. 717 N 23 f.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 182 f.

³⁴ Das Sachlichkeitsgebot erfordert, dass die zuständige Mehrheit die ihr eingeräumte Macht nicht missbräuchlich gegenüber den entgegengesetzten Interessen der Minderheit ausübt, d.h. ohne sachlichen Grund; vgl. dazu MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 202.

³⁵ Dieser von den Gerichten anerkannte Grundsatz verlangt, dass bei mehreren zielführenden Handlungsmöglichkeiten diejenige gewählt werden soll, welche die Rechte der Minderheitsaktionäre am wenigsten beeinträchtigt, siehe dazu MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 202 f.; ausdrückliche Nennung u.a. in BGE 143 III 120 E. 4.3; BGE 131 III 459 E. 5.3; BGer, 4A_531/2017, 20.2.2018, E. 3.1; BGer, 4A_43/2007, 11.7.2007, E. 5; BGer, 4A_623/2018, 31.7.2019, E. 3.2.1.

³⁶ Vgl. BÖCKLI (FN 5), § 13 N 680; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA (FN 5), Art. 717 N 23; CHK-PLÜSS/FACINCANI-KUNZ (FN 7), Art. 717 OR N 11; ähnlich MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 193 ff.

³⁷ Näheres bei BSK OR II-LIEBI (FN 5), Art. 654–656 N 76; LIEBI (FN 1), N 134 ff.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 202.

³⁸ Vgl. BÖCKLI (FN 5), § 4 N 168.

³⁹ BGE 69 II 246 E. 3b; LIEBI (FN 1), N 616.

Beteiligungswert. Wie einleitend ausgeführt, gestaltet sich die Kapitalbeschaffung während wirtschaftlicher Krisenzeiten selbst für etablierte Unternehmen oftmals als schwierig. Gleiches gilt für Start-up-Unternehmen, die langfristige Erfolgsaussichten versprechen, sich aber in kurzfristigen Liquiditätsengpässen befinden. Die HODL-Aktien sollen für solche Situationen Abhilfe schaffen. Denn durch die Ausgabe von neuen Stammaktien mittels einer Kapitalerhöhung wird es kaum möglich sein, neue Kapitalgeber zu finden. Die Schaffung von Vorzugsaktien verbunden z.B. mit einem Dividendenvorrecht, losgelöst von der Ausgestaltung des jeweiligen Vorrechts, liegt im Interesse der Gesellschaft und ist demnach sachlich begründet und erforderlich. Steigt der Anspruch am zu verteilenden Bilanzgewinn durch die Haltedauer, liegt es im Interesse der potenziellen Investoren – unabhängig von kurzfristig schwachen Erfolgsaussichten oder wirtschaftlich trüben Zeiten –, möglichst rasch einzusteigen. Das mit den HODL-Aktien verbundene Dividendenvorrecht ist deshalb, wie das Instrument der Vorzugsaktie generell, geeignet zur Kapitalbeschaffung für grundsätzlich robuste Unternehmen in wirtschaftlichen Krisenzeiten oder für Start-up-Unternehmen mit kurzfristigen Liquiditätsengpässen, aber langfristigen Erfolgsaussichten.⁴⁰ Durch das mit den HODL-Aktien verbundene quantitative Vorrecht werden die Vermögensrechte der Stammaktionäre nur leicht beeinträchtigt. Die HODL-Aktionäre haben weder einen Vorabbefriedigungsanspruch oder ein vorrangiges Bezugsrecht noch ein Vorrecht auf den Liquidationserlös. Die in Art. 656 OR explizit als zulässig erachteten Möglichkeiten für die Strukturierung von Vorzugsaktien werden bei den HODL-Aktien nicht vollständig ausgeschöpft. Die Auswirkungen auf die Stammaktionäre sind als gering zu betrachten, insbesondere im Vergleich zu den heute bereits als zulässig erachteten Strukturierungsmöglichkeiten von Vorzugsaktien (siehe II.C.). Der Eingriff in die Vermögensrechte der Stammaktionäre ist daher nicht übermässig. Im Ergebnis ist die durch die Einführung von HODL-Aktien entstehende relative Ungleichbehandlung mit dem Gleichbehandlungsprinzip, dem Sachlichkeitsgebot und dem Gebot der schonenden Rechtsausübung vereinbar und somit rechtlich zulässig. Selbstredend sind bei einer allfälligen Bezugsrechtseinschränkung bei der Ausgabe von HODL-Aktien zulasten der bestehenden Aktionäre die genannten

Gebote und Prinzipien gleichermaßen zu beachten.⁴¹ Dies gilt in gleicher Weise auch in Bezug auf die durch statistische Vorzugsrechte entstehenden Privilegierungen bzw. Benachteiligungen unter den Vorzugsaktionären.⁴² Weil die mit den HODL-Aktien verbundenen Vorzugsrechte bereits bei deren Schaffung dem Gleichbehandlungsprinzip, dem Sachlichkeitsgebot und dem Gebot der schonenden Rechtsausübung zu entsprechen haben und dies wie oben dargelegt der Fall ist, liegt ebenfalls keine sachlich ungerechtfertigte und unverhältnismässige Ungleichbehandlung unter den Vorzugsaktionären vor. Die Rechtfertigung stützt sich weitgehend auf die bei der Einführung von HODL-Aktien vorgelegten Argumente. Die Treue von langjährigen Vorzugsaktionären wird honoriert, ohne jedoch neu dazustossende Vorzugsaktionäre stark zu beeinträchtigen. Letztere erhalten unmittelbar immerhin den gleichen Anteil am Bilanzgewinn wie die Stammaktionäre.

IV. Zusammenfassung und Fazit

HODL-Aktien sind als Vorzugsaktien im Sinne von Art. 654 ff. OR ausgestaltet, die mit einem Dividendenvorrecht (Art. 656 Abs. 2 OR) verknüpft sind. Das Dividendenvorrecht führt je nach Haltedauer zu einer quantitativen Besserstellung des jeweiligen Vorzugsaktionärs. Es ist ein rein vermögensrechtliches Vorrecht und beinhaltet keine Elemente von Mitwirkungsrechten oder Stimmrechten.

HODL-Aktien in der in diesem Aufsatz dargelegten Struktur sind mit den zwingenden aktienrechtlichen Schranken – insbesondere dem Gleichbehandlungsprinzip, dem Sachlichkeitsgebot und dem Gebot der schonenden Rechtsausübung – vereinbar. Die Beeinträchtigung der Stammaktionäre ist im Vergleich zu den bereits bekannten Strukturierungsformen von Dividendenrechten bei Vorzugsaktien moderat. HODL-Aktien sind vor allem interessant zur Kapitalbeschaffung für Unternehmen in wirtschaftlichen Krisenzeiten und für Start-up-Unternehmen mit kurzfristigen Liquiditätsengpässen, aber langfristigen Erfolgsaussichten.

⁴⁰ Vgl. zu Dividendenvorrechten BSK OR II-LIEBI (FN 5), Art. 654–656 N 5; BÖCKLI (FN 5), § 4 N 156 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 10), § 41 N 37; CHK-HEIZ (FN 7), Art. 654 OR N 1; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE (FN 6), § 16 N 372 ff.; ZK-BAHAR/PEYER (FN 6), Art. 654–656 OR N 6.

⁴¹ BSK OR II-ZINDEL/ISLER (FN 5), Art. 652b N 15 ff.

⁴² BSK OR II-LIEBI (FN 5), Art. 654–656 N 77; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 10), § 39 N 39 f.