

*St. Galler Gesellschaftsrechtstag XI  
12. Mai 2015  
Zürich, SIX ConventionPoint*

**u<sup>b</sup>**

b  
**UNIVERSITÄT  
BERN**

# *Mechanismen «Exit» und «Voice» - Grundlagen des Aktionärs- bzw. Minderheitenschutzes*

von

*Peter V. Kunz*

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M. (G.U.L.C., Washington D.C.)  
Ordinarius für Wirtschaftsrecht und für Rechtsvergleichung  
Universität Bern  
Vizedekan der Rechtswissenschaftlichen Fakultät  
Geschäftsführender Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht (IWR)

[kunz@iwr.unibe.ch](mailto:kunz@iwr.unibe.ch)

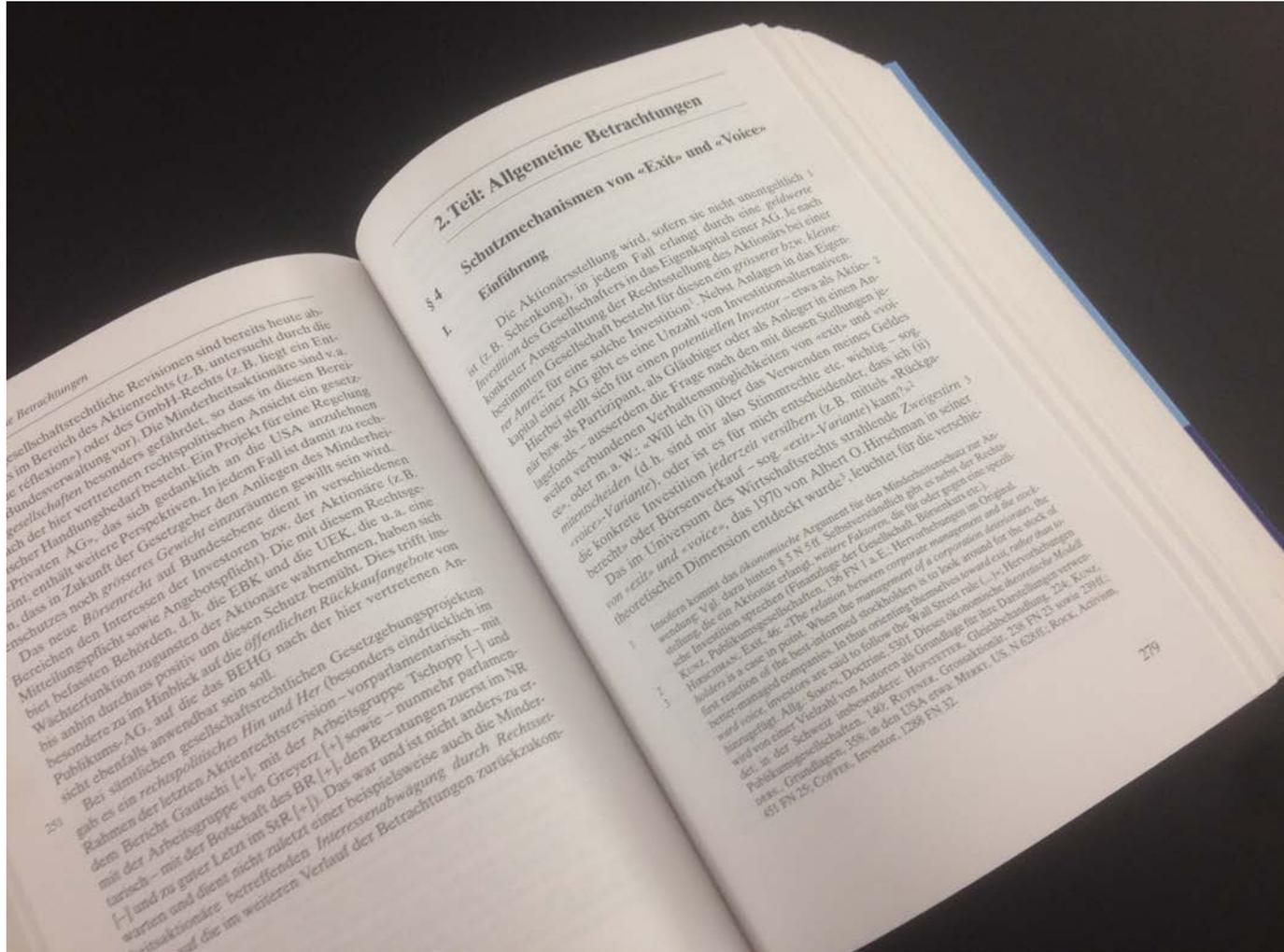
[www.iwr.unibe.ch](http://www.iwr.unibe.ch)

# *Inhalt*

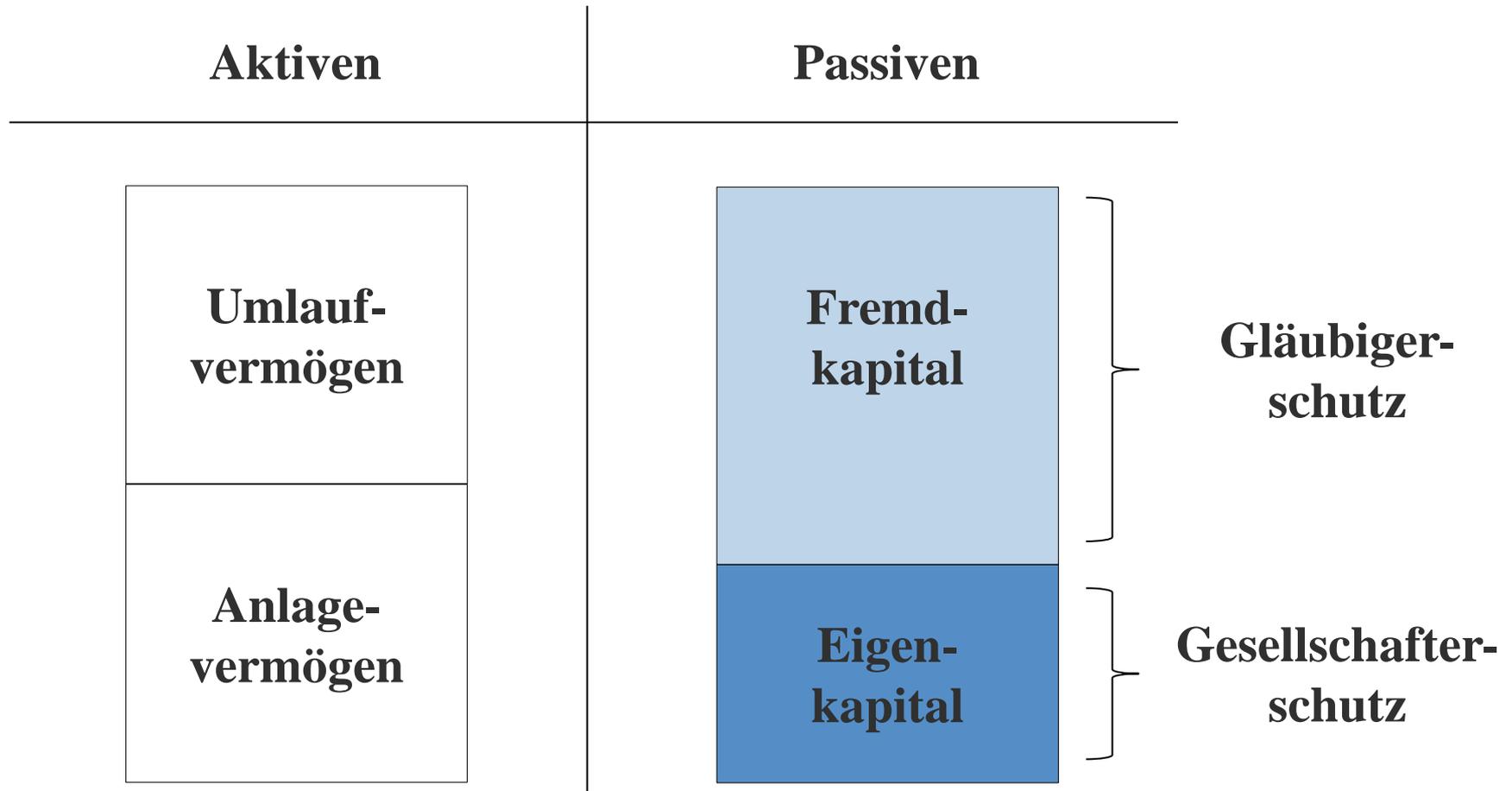
---

1. Einleitung
2. Konzeptionelles
3. «Exit»
4. «Voice»
5. Aktienrechtsrevision
6. Fazit





# Einleitung



## Motivation für «Financiers» von Gesellschaften

### ➤ Gläubigerschutz

PVK § 4 N 5 ff. – Ursprung der Forderung: Vertrag (z.B. Darlehen oder Anleihe), Delikt etc.; Schutzmechanismen nebst OR/SchKG: (i) «**Exit**»: z.B. Zession (OR 164 ff.), Rückzahlung von Darlehen innert sechs Wochen (OR 318) oder Veräusserung von Anleihen (OR 184 ff.); (ii) «**Voice**»: prinzipiell *ohne Stimm- oder Mitwirkungsrechte* (immerhin: OR 1164 ff.), doch entsprechende Abrede möglich (Risiko: partiarisches Verhältnis oder faktische Organschaft).

### ➤ Minderheiten- bzw. **Gesellschafter**schutz

PVK § 5 – Legitimation für Minderheitenschutz in erster Linie ökonomisch begründet, nämlich: «No protection, no money»; besonders ausgeprägt bei Gesellschaftern als *Risikokapitalgebern*, die *grundsätzlich nach Fremdkapitalgebern* berücksichtigt werden; legislatorisch spielt dies etwa eine Rolle betreffend «Race to the Bottom» oder «Race to the Top»; Minderheitenschutz kann generell auf zwei Schutzmechanismen zurückgeführt werden (PVK § 4): «**Exit**» und «**Voice**», wobei regelmässig eine **Balance** bestehen muss.

## Zielsetzung(en) des Referats

### ➤ Sensibilisierung

Altbekanntes Thema (also: Minderheitenschutz) unter *neuem Aspekt* betrachten und allenfalls sensibilisiert werden für Anliegen des Gesellschafterschutzes; m.E. gilt indes *nicht einfach* «mehr, mehr, mehr» zum Minderheitenschutz, sondern *Balance* (z.B. Kompensation).

### ➤ Rechtsanwendung

Argumente und Überlegungen dürften **Rechtsanwendung** bloss am Rande betreffen (Beispiel: «wichtige Gründe» gemäss OR 736 Ziff. 4 gegeben, wenn i.c. sowohl «Exit» als auch «Voice» eingeschränkt sind – hingegen anders, wenn zumindest ein Schutzmechanismus funktioniert).

### ➤ Rechtssetzung bzw. Rechtspolitik

Hingegen *sollten* «Exit» und «Voice» zentrale aktienrechtliche Bausteine für **Rechtssetzung** sowie für Rechtspolitik sein; m.E. werden diese Argumente indes rechtspolitisch meist vernachlässigt, indem – als Beispiel – tendenziell «zu viel geschützt» wird in den Bereichen, in denen *kein eigentlicher Schutzbedarf* besteht, etwa bei Publikumsgesellschaften (und vice versa).

## Konzeptionelles

---

### Albert O. Hirschman

*«The relation between corporate management and the stockholders is a case in point. When the management of a corporation deteriorates, the first reaction of the best-informed stockholders is to look around for the stock of better-managed companies. In thus orienting themselves toward exit, rather than toward voice, investors are said to follow the Wall Street rule (...).»*

**Exit, Voice, and Loyalty – Responses to Decline in Firms (...), Cambridge 1979**

## Grundverständnis...

### ➤ ... von «Exit»:

Es geht, etwas vereinfacht, bei der «Exit»-Variante um die Möglichkeit der «Versilberung» der Beteiligung, die erworben wurde (auf welche Art auch immer: Kauf, Erbschaft etc.); teils wird die Variante durch *faktische* Probleme belastet (Beispiel: fehlender Markt), teils durch *rechtliche* Herausforderungen (in der Schweiz zentral: Vinkulierung); das Aktienrecht erweist sich geradezu als «*exit averse*», anders als etwas das GmbH-Recht (Stichwort: Austrittsrecht).

### ➤ ... von «Voice»:

Traditionellerweise – nicht hier..! – steht in Lehre und Rechtsprechung die «Voice»-Variante im Vordergrund, d.h. *Mitsprachemöglichkeiten i.w.S.*, die durch Beteiligungen am Eigenkapital (Aktien, PS etc.) den Gesellschaftern gewährt werden; Auswahl: Stimmrechte und damit zusammenhängende Rechte (z.B. Einberufungs-, Teilnahme-, Debatte- oder Antragsrechte), Informationsrechte sowie diverse Aktionärsklagerechte (OR 706 f., OR 736 Ziff. 4, OR 754 ff. etc.).

## Unterschiedliche Bedürfnisse

### ➤ Institutionelle Anleger

PVK § 4 N 16 ff. – zunehmende Bedeutung (Pensionskassen etc.), doch *historische Passivität* bzw. «shareholder passivity»; in den letzten Jahren wurde *Aktivierung* versucht (z.B. bei Verbänden), und es kam zu zunehmendem «shareholder activism»; Schweizer Quantensprung v.a. durch «**Abzocker**»-*Initiative* (bzw. *VegüV 22 f.*: Stimmpflicht und Offenlegung) sowie Stimmrechtsberatungen.

### ➤ Publikumsaktionäre

PVK § 4 N 26 ff. – ähnlich wie institutionelle Anleger interessieren sich Publikumsaktionäre – angesichts der kleinen Einflussmöglichkeiten – *eher für «Exit» als für «Voice»*, d.h. die Wall Street Rule bzw. das «*Abstimmen mit Füßen*» steht im Vordergrund.

### ➤ Private Aktionäre

PVK § 4 N 22 ff. – oftmals funktioniert «*Exit*» schlicht nicht: *kein Markt* sowie *intensive Vinkulierung* (allenfalls Hilfe durch ABV: «Take Along»-Klauseln o.Ä.); regelmässig steht «*Voice*» im Vordergrund, weil insbesondere hohe Beteiligungen vorhanden sind (z.B. in Familien-AG); Hauptproblem: ev. bei Streitigkeiten *weder «Voice» noch «Exit»*, d.h. OR 736 Ziff. 4 prüfen...

# Konzeptionelles

## Korrelationen

➤ Negativ: Zielkonflikt

PVK § 4 N 47 ff. – zwischen Liquidität («Exit») und Kontrolle («Voice») besteht ein genereller «trade off» bzw. **Zielkonflikt zulasten «Voice»**; teils wird gefordert, «Exit» zu erschweren, weil dadurch «Voice» verstärkt würde – m.E. wäre dies **falsch..!**

➤ Positiv: Kompensation

PVK § 4 N 57 ff. – faktisch *funktioniert* «Voice» oft nicht, und zwar bei Publikumsgesellschaften sowie bei privaten AG, dies kann – und soll – m.E. jedoch durch einen **verbesserten «Exit» kompensiert** werden (also: Je weniger «Voice», desto mehr «Exit», a.a.O. N 59 a.E.).

➤ Grundregel...

... von der Rechtspolitik bis anhin (zu) wenig zur Kenntnis genommen: *Je «kотиert», desto «Exit», und je «privat», desto «Voice»* – und Mängel sollten beseitigt werden (Beispiel: für private Aktionäre ein generelles Austrittsrecht à la GmbH oder zumindest eine «Appraisal Remedy»).

## Positiver Faktor: Markt als «Exit»-Variante

### ➤ Private AG

PVK § 6 N 45 ff. – *keine rechtlichen Möglichkeiten, Markt zu schaffen*; indes könn(t)en Marktzugangsschranken beseitigt bzw. zumindest relativiert werden (Stichwort: Abschaffung oder Einschränkung der *Vinkulierung*); Ausnahme: «*künstlicher Markt*» im Rahmen der *Dekotierung*.

### ➤ Publikumsgesellschaften

*Börsen* (sc. SIX/BX) als «Exit»-Variante bzw. «Wächter», wobei *keine Garantien* (re Preis o.Ä.) bestehen; konzeptionell wäre Bedarf für «Exit»-Verstärkung in diesem Bereich jedoch kleiner als bei privaten AG, aber durch *Pflichtangebot* (BEHG 32) wird für Publikumsaktionäre die Möglichkeit für «Exit» *sogar verstärkt* (z.B. «Preisgarantie»)...

## Positiver Faktor: Austrittsrecht(e) sowie «Austrittsrecht(e)»

### ➤ Ausgestaltungsmöglichkeiten

PVK § 4 N 83 ff. – (i) **gesetzliches** Austrittsrecht: *de lege ferenda Modelle* z.B. in Schweiz (GmbH) und in USA («Appraisal Remedy»); (ii) **statutarisches** Austrittsrecht (m.E. *de lege lata* zulässig: PVK § 4 N 98 ff.); (iii) **vertragliches** Austrittsrecht (als «Put»-Optionen oder als «Take along»).

### ➤ Pflichtangebot als «bedingtes Austrittsrecht»

PVK § 4 N 113 f./ § 10 N 124 ff. – Einschränkung: «*Opting out*» sowie «*Opting up*»; rechtspolitisch könnte gefordert werden, «*Opting*»-Varianten **abzuschaffen** (z.B. betreffend SIKA).

### ➤ Auflösungsklage als «indirektes Austrittsrecht»

PVK § 4 N 109 ff. – Voraussetzungen gemäss OR 736 Ziff. 4: (i) **wichtige Gründe** sowie (ii) **mindestens 10% AK**, d.h. Gruppenrecht; in Wirtschaftsrealität kaum thematisiert; zudem: Kläger kann Aktienrückkauf *nicht selber beantragen*, sondern Richterkompetenz.

## «Exit»

## Negative Faktoren: Auswahl

➤ Vinkulierung (OR 685a ff.)

PVK § 4 N 153 ff. – gegenläufige Relativierungen (d.h. Relativierung der «Exit»-Variante sowie Relativierung dieser Relativierung); zudem: «Escape»-Klausel; ; in Praxis nicht selten ein *VR Verteidigungsinstrument*; m.E. **rechtspolitisch unhaltbar** zumindest bei **Publikumsgesellschaften**.

➤ Erwerbsrechte (sc. Vorhand-, Vorkaufs- oder Kaufrechte)

PVK § 4 N 180 ff. – Differenzierung zwischen (i) *statutarischer* Ordnung und (ii) *vertraglicher* Ordnung; m.E. **unproblematisch** erscheinen Erwerbsrechte, wenn dadurch weder das Grundelement noch das Preiselement, sondern ausschliesslich die **Käuferwahlfreiheit** betroffen ist.

➤ Kraftloserklärung (BEHG 33)

PVK § 10 N 182 ff. – *Grundelement* sowie *Preiselement* bleiben gewahrt, aber **zwangsweiser** «Exit» bzw. faktisches «Ausschlussrecht» (ähnlich: «Squeeze-out Merger» sowie «asymmetrische Spaltung»); m.E. jedoch ausgeschlossen bei **privaten AG** (teils anders in UEK-Praxis).

➤ Dekotierung sowie «Marktverlust»

Schutzmechanismen für *künftige private* Aktionäre: (i) **Kotierungsrecht** (z.B. verbesserte Informationen, um rechtzeitig «aussteigen» zu können); und wie verhält es sich mit (ii) **Aktienrecht**: Gilt in der Schweiz auch «Macrotron» (also GV statt VR)? Was macht *Gesetzgeber*?

## Aktionärsrechte

### ➤ Kriterium der *Intensität*

PVK § 4 N 206 – (i) *unverzichtbare* Rechte (z.B. Stimmrecht, GV-Teilnahmerecht, Informationsrechte, diverse Aktionärsklagerechte); (ii) *unentziehbare* bzw. «wohlerworbene» Rechte (Beispiele: Gewinnstrebigkeit der AG oder Gleichbehandlungsanspruch); (iii) *übrige* Rechte.

### ➤ Kriterium des *Inhalts*

PVK § 4 N 227 ff. – (i) *vermögensmässige* Rechte (z.T. wird auch das «Veräusserungsrecht» dazu gezählt); (ii) *nicht vermögensmässige* Rechte.

### ➤ Kriterium der *Berechtigten*

PVK § 4 N 219 ff. – (i) *Einzelrechte* (d.h. jeder Aktionär als solcher ist berechtigt – Risiko: Minderheitsmissbrauch wegen Querulantentum; vgl. Referat Prof. T. Jutzi); (ii) *Minderheitenrechte* (sc. Mindest-Bezug zum Aktienkapital erforderlich: Prozentbeteiligung oder Mindestnennwert); (iii) *Gruppenrechte* (bestimmte Gruppe: z.B. Stimmrechtsaktionäre/OR 709).

## Klagerechte

➤ Aktivlegitimation

PVK § 11 – (i) *Gesellschaft*; (ii) *Gesellschaftsgläubiger*; (iii) *Gesellschafter* als Kläger; zwei Varianten für Aktionärsklagen:

➤ Aktionärsklagen als Einzelklagen

Auswahl: OR 678 Abs. 3; OR 706 Abs. 1; OR 754 Abs. 1.

➤ Aktionärsklagen als Gruppenklagen

Auswahl: OR 697b Abs. 1; OR 699 Abs. 3/Abs. 4; OR 736 Ziff. 4.

# *Aktienrechtsrevision*

---

*Wie es de lege ferenda weitergeht...*



## Zur «grossen» Aktienrechtsrevision 20?? (2. Anlauf)

- «Exit»  
**Keine «Exit»-Verbesserung(en)** vorgesehen; wenig überraschend: (i) *kein Austrittsrecht* o.Ä.; ganz im Gegenteil: (ii) Ausbau der *Vinkulierung* geplant.
  
- «Voice»  
**Ausbau von «Voice»** geplant, und zwar v.a. bei *Aktionärsklagen* – einerseits bei *Gruppenklagen*: Senkung der Grenzwerte, andererseits generell bei Klagen: Kostenaspekte verbessern.

# Fazit

## 1. Schutzmechanismen...

... stehen bei (fast) sämtlichen Aktienrechtsbestimmungen im Vordergrund: Gläubigerschutz einerseits sowie Aktionärsschutz andererseits; «*Exit*» und «*Voice*» stellen *zentrale Elemente* beim aktienrechtlichen *Minderheitenschutz* dar.

## 2. «Voice»...

... wird *traditionellerweise am stärksten betont* beim Minderheitenschutz (erneut bei der aktuellen «grossen» Aktienrechtsrevision, die kommt oder nicht...), doch erweist sich dieser Schutzmechanismus in der Wirtschaftsrealität nicht selten als *Illusion*; m.E. könnten bzw. sollten diese Mängel *rechtspolitisch* durch «*Exit*» *kompensiert* werden.

## 3. «Exit»...

... steht in zwei Formen zur Diskussion (zumindest beim Unterzeichner), nämlich als *generelles Austrittsrecht* (etwa wie im Recht der GmbH) oder als *strukturelles Austrittsrecht* bei gewichtigen Gesellschaftsveränderungen (Modell: «*Appraisal Remedy*» in der USA).

---

# Besten Dank für Ihre Aufmerksamkeit..!

*Peter V. Kunz*

Universität Bern  
Institut für Wirtschaftsrecht  
Schanzeneckstrasse 1  
CH-3001 Bern  
Tel.: 031 / 631 55 88

[kunz@iwr.unibe.ch](mailto:kunz@iwr.unibe.ch)

[www.iwr.unibe.ch](http://www.iwr.unibe.ch)