

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

u^b

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)

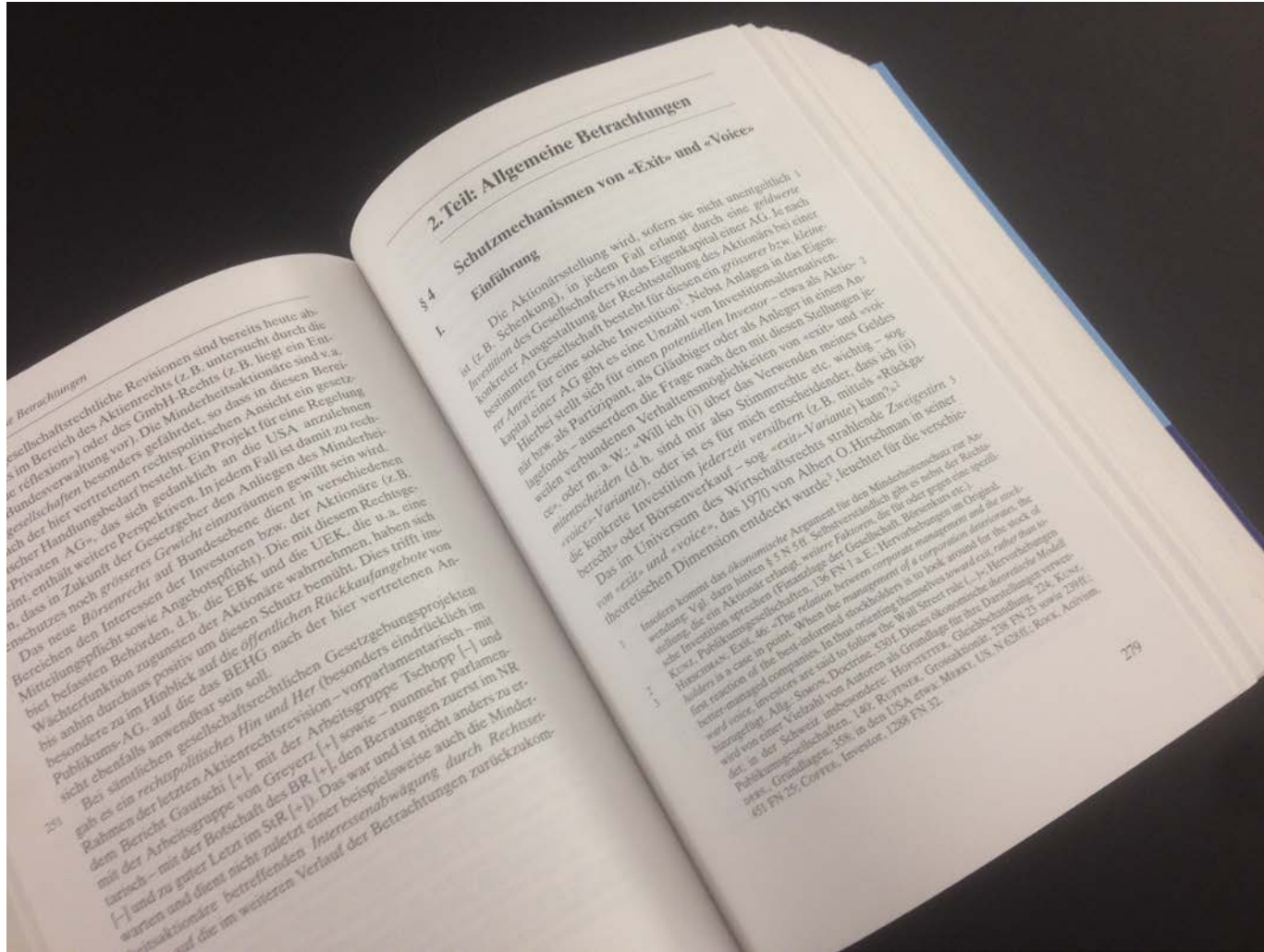
kunz@iwr.unibe.ch

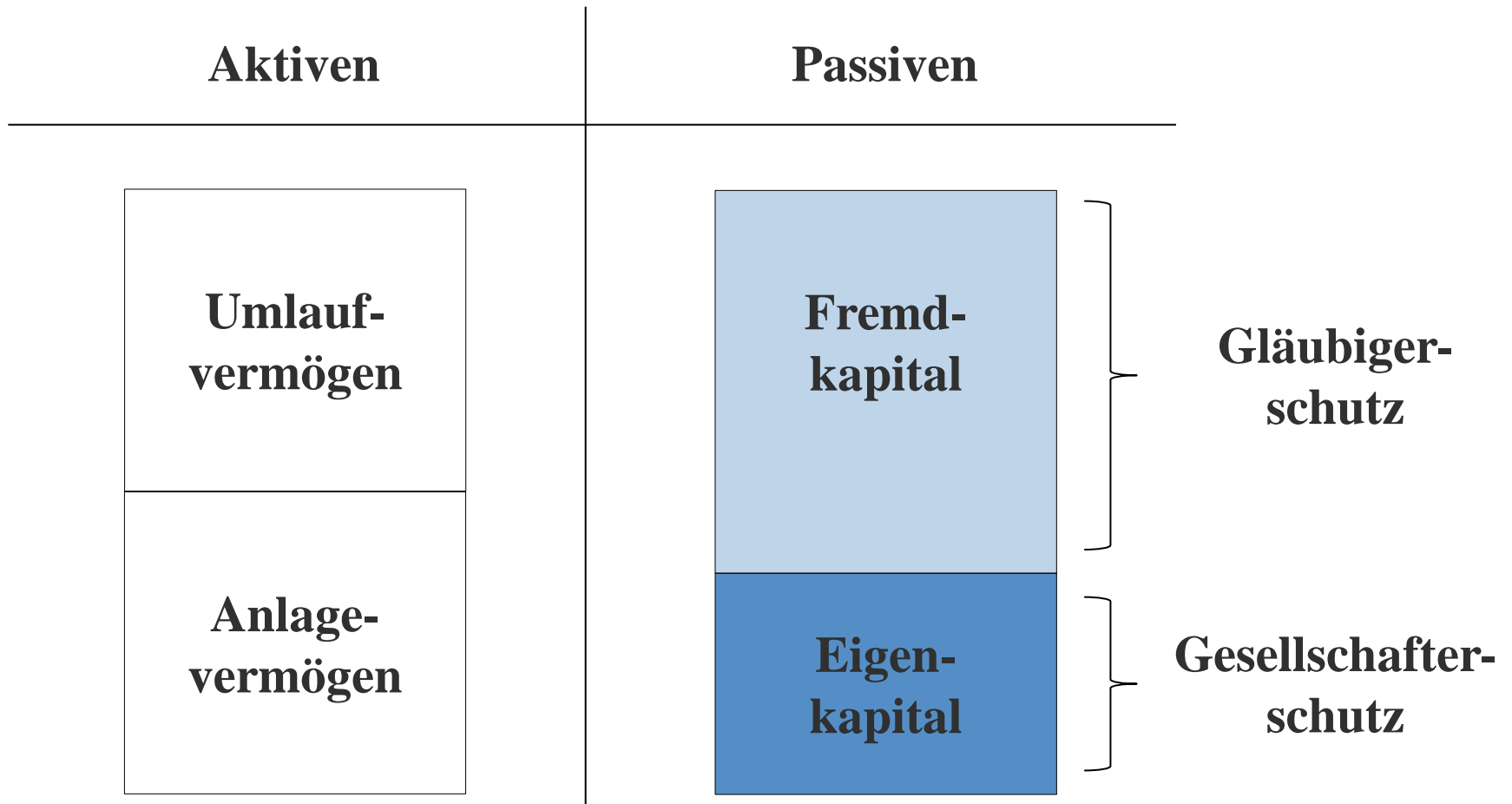
www.iwr.unibe.ch

Inhalt

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







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

Konzeptionelles

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

www.iwr.unibe.ch