

Jacek Bak

# **Aktienrecht zwischen Markt und Staat**

Eine ökonomische Kritik des Prinzips der  
Satzungsstrenge

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Peter Behrens

A 235925

---

Deutscher Universitäts-Verlag

# Inhaltsverzeichnis

<b>Geleitwort</b>	<b>V</b>
<b>Vorwort</b>	<b>IX</b>
<b>Einführung</b>	<b>1</b>
I. Gegenstand dieser Abhandlung	1
II. Legimität des gewählten Themas	1
III. Ziel dieser Abhandlung	4
IV. Methode	5
1. Ökonomische Analyse des Rechts	5
2. Empirische Analyse	6
3. Rechtsvergleichung	8
V. Fragestellung	11
VI. Vorgehensweise	12
<b>Erster Teil: Ökonomische Grundlagen der Regulierung</b>	<b>14</b>
<b>Kapitel 1: Marktwirtschaft, Wettbewerb und Aktienrecht</b>	<b>15</b>
I. Marktwirtschaft und Effizienz	15
II. Vertragsfreiheit, Markt und Aktiengesellschaft	15
III. Zwingendes Aktienrecht als Antwort auf das Marktversagen	19
IV. Kosten der zwingenden Regelung	20
V. Deregulierung durch die „Kapitalgesellschaft & Co. KGaA“	24
<b>Kapitel 2: Effizienz des Kapitalmarktes</b>	<b>29</b>
I. Informationsrisiko als Grundlage des zwingenden Aktienrechts	29

<b>II. Wirkung des effizienten Kapitalmarktes</b>	<b>30</b>
<b>III. Definitionen</b>	<b>32</b>
<b>IV. Empirie</b>	<b>34</b>
1. Statistische Tests	34
2. Auswertung empirischer Studien in den USA	35
<b>V. Kritik der Hypothese des effizienten Kapitalmarktes</b>	<b>38</b>
1. Anomalieforschung	38
A. Anomalien	38
B. Stellungnahme	40
C. Zwischenbilanz	42
2. Informationsparadox	43
3. Exzessive Volatilität	44
4. „Noise traders“	44
<b>VI. Kritik der Kritik und zwingendes Aktienrecht</b>	<b>47</b>
<b>VII. Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes</b>	<b>50</b>
1. Empirie	51
A. Studien	51
B. Zwischenbilanz	54
2. Transparenz des deutschen Kapitalmarktes	55
A. Offenlegungspflichten innerhalb des Jahres- und Konzernabschlusses	57
a. Rechtslage in Deutschland	57
b. Rechtslage in den USA	59
c. Schlussfolgerung.	60
B. Offenlegungspflichten außerhalb des Jahres- und Konzernabschlusses	61
C. Folgen der Rechtsunterschiede in der Transparenz	63
a. Freiwillige Publizität	63
b. Relevanz der Offenlegungsvorschriften	66
(a) Ein Fall des Marktversagens?	67
(b) Empirie in den USA	69
c. Informationsgehalt	71

<b>VIII. Zusammenfassung</b>	<b>74</b>
<b>Zweiter Teil: Marktversagen bei der börsennotierten Aktiengesellschaft</b>	<b>76</b>
<b>Kapitel 3: Management</b>	<b>79</b>
I. Ökonomische Ursachen des Spannungsverhältnisses	79
1. „Hidden actions“	79
2. Ziele der Manager	80
A. Größenmaximierung des Unternehmens	80
B. Diversifizierung eigenen Risikos	81
3. Collective-Action-Problem	83
A. Allgemeine Darstellung des Collective-Action-Problems	83
B. Collective-Action-Problem bei der börsennotierten Aktiengesellschaft	84
II. Marktkräfte als Erlöser?	86
1. Aktienoptionen	87
A. Definition	87
B. Schwächen	88
C. Empirie	88
D. Ursache oder die Folge?	90
E. Aktienoptionen in der Praxis	91
2. Produkt- und Kapitalmarkt	93
3. Übernahmemarkt	94
A. Disziplinierungswirkung	94
B. Problem der Überdisziplinierung	95
C. Saldo der Übernahmen	97
D. Sind die Übernahmen volkswirtschaftlich effizient?	100
a. Monopolbildung	101
E. Kausalität	102
a. Direkte Messung	104
b. Negative Selektion	106
(a) Synergieeffekte	106
(b) Steuerverluste des Staates	108
F. Kritik	109

G. Ergebnis	116
4. Arbeitsmarkt für Manager	117
A. Empirie	117
B. Prämissen	119
C. Alter als Hindernis	121
D. Ergebnis	122
5. Institutionelle Anleger	122
A. Banken	124
a. Machtpotential der Banken	124
(a) Beteiligungsbestand an Aktien	125
(b) Depotstimmrecht	125
(c) Aufsichtsratsmandate	127
(d) Kreditgeschäft	128
b. Anreize der Banken zur Überwachung des Managements	129
(a) Banken als Aktionäre	129
(b) Banken als Gläubiger	129
(c) Banken und das Depotstimmrecht	130
(d) Zwischenbilanz	134
c. Empirie	135
d. Ergebnis	138
B. Investmentfonds	139
a. Machtpotential der Investmentfonds	139
b. Agency-Probleme bei den Investmentfonds	140
c. Empirie in den USA	143
d. Diversifizierungsstrategie	144
e. Lage in Deutschland	144
(a) Anreizstruktur	145
(b) Abhängigkeit von Banken	146
(c) Unzureichende Klagemöglichkeiten	147
(d) Umfrage	149
f. Ergebnis	150
6. Zusammenfassung	150
III. Quantifizierungsversuch der Effizienzverluste	150

1. Publikumsaktiengesellschaft versus AG mit einem Mehrheitsaktionär	151
2. Forprofit-Unternehmen versus Nonprofit-Unternehmen	155
A. Empirie: Krankenhäuser	157
B. Stiftungsgetragene Unternehmen	158
a. Agency-Probleme	158
b. Tatsächliche Kontrolle	159
c. Staatliche Stiftungsaufsicht	160
d. Klagerechte der Destinatäre	161
e. Performancemessung	161
C. Ergebnis	162
3. Anti-Takeover-Maßnahmen	163
A. Aktienkursreaktionen	165
B. Rechtliche Rahmenbedingungen	168
C. Erstemissionen	169
D. Ergebnis	170
4. Management-Buy-outs	171
5. Wechselseitige Beteiligungen	173
A. Verbreitung wechselseitiger Beteiligungen	174
B. Folgen der Verflechtung	175
C. Empirie	177
D. Entlassungspraktiken	178
E. Rolle der Versicherungen	180
F. Kapitalsteuerreform (2000)	183
G. Lobbytätigkeit der Manager in den USA	184
H. Ergebnis	184
6. Zusammenfassung	185
 IV. Kosten des zwingenden Aktienrechts	185
1. Kosten-Nutzen-Verhältnis des zwingenden Aufsichtsrates	185
A. Nutzen des zwingenden Aufsichtsrates	185
a. Inkompatibilitäten nach § 105 AktG	187
b. Inkompatibilitätsregeln	188
(a) Empirie	190
(b) Professionalisierung	195

(c) Klagerechte in den USA als Substitut des zwingenden Aufsichtsrates	197
c. Verflechtung: Kontrollproblem oder Strukturproblem?	206
d. Zwischenergebnis	206
B. Kosten der zwingenden Ausgestaltung des Aufsichtsrates	207
a. Interdependenz	207
b. Beispiel: der rechtsfähige Verein	208
C. Ergebnis	209
2. Kosten-Nutzen-Verhältnis der zwingenden Haftung der Manager	210
A. Rechtslage in Deutschland	210
B. Rechtslage in den USA	210
C. Nutzen der zwingenden Haftung	211
a. Haftungsmaßstäbe	211
b. Gerichtliche Kontrolle	213
c. Managerhaftungsprozess	214
d. Empirie in den USA	215
D. Kosten der zwingenden Haftung	216
3. Ergebnis	217
V. Zusammenfassung	218
<b>Kapitel 4: Gläubiger</b>	<b>219</b>
I. Ökonomische Ursachen des Spannungsverhältnisses	219
1. Asymmetrische Information	220
2. Risikoanreizproblem	220
3. Negative externe Effekte	222
II. Schutzmechanismen und der Markt	223
1. Eigeninteresse des Kreditnehmers	223
2. Reduzierung der Informationsasymmetrie	224
3. Zinshöhe	225
4. Beteiligung an der Aktiengesellschaft	227
5. Diversifikation	228
6. Kredit- und der Anleihenmarkt	229
7. Vertragsklauseln	229

<b>8. Ergebnis</b>	<b>232</b>
<b>III. Versuch der Quantifizierung</b>	<b>232</b>
1. Leverged-Buy-outs	233
2. Banken in den Aufsichtsräten	234
3. Deliktische Gläubiger: nicht der Rede wert?	237
A. "Class action" und Deliktsgläubiger	239
B. Kollektive Entschädigungssysteme	240
4. Ergebnis	241
<b>IV. Kosten-Nutzen-Verhältnis zwingender Regelungen</b>	<b>241</b>
1. Kapitalaufbringungsregelungen	242
A. Rechtslage	242
2. Nutzen der Kapitalaufbringungsvorschriften	243
A. Definierung akzeptabler Risiken	244
B. Messung des Geschäftsrisikos	245
3. Kosten der Kapitalaufbringungsvorschriften	246
A. Verhinderung der optimalen Insolvenzallokation	247
B. Verzerrung des Wettbewerbs zwischen den Kreditnehmern	248
C. Verzerrung des Wettbewerbs zwischen den Aktiengesellschaften	248
<b>V. Zusammenfassung</b>	<b>249</b>
<b>Kapitel 5: Minderheit</b>	<b>251</b>
<b>I. Ökonomische Ursachen des Spannungsverhältnisses</b>	<b>251</b>
1. Ausbeutung	251
2. Adverse Selektion	251
<b>II. Marktmechanismus und der Minderheitenschutz</b>	<b>253</b>
1. Marktmechanismus und die Ausbeutung der Minderheit	253
A. Preismechanismus - Die Aktie als die "Ware"	253
B. Kritik	255
a. Beschränkte Rationalität	256
b. Unmöglichkeit des unvollständigen Vertrages	257
C. LaPorta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1996), (1999)	258

a. Prämisse der Argumentation	260
b. Kritik	265
(a) Anlegerschutz in den nicht "common law countries"	265
(b) Ausbeutung und konzentrierte Eigentumsstruktur	271
c. Ergebnis	273
2. Adverse Selektion und der Marktmechanismus	273
 III. Quantifizierungsversuch	274
1. Kursunterschiede zwischen Stammaktien und Vorzugsaktien	274
A. Kursunterschied als Indiz für die Ausbeutung	274
B. Höhe des Kursunterschiedes in Deutschland	278
C. Zwingendes Aktienrecht als die Ursache der Abwesenheit der Ausbeutung	281
a. Schwankung des Kursunterschiedes	283
b. Steigung der Kursdifferenz mit zunehmender Stimmrechtskonzentration	283
c. Aufteilung des Grundkapitals in Stamm- und Vorzugsaktien	284
d. Rechtsvergleichung	286
(a) Rechtsvergleichung: Mexiko	286
(b) Rechtsvergleichung: USA	287
D. Ergebnis	294
2. Insiderhandel	294
3. Abfindungen	296
4. Übernahmemarkt	298
A. Empirie in den USA	299
B. Zwingende "appraisal rights"	300
5. Effizienzgewinne wegen der Ausbeutung	303
A. Überwindung des Trittbrettfahrerproblems	304
B. Risikozuschlag für die fehlende Diversifikation	305
C. Durchführung der effizienzsteigernden Transaktionen	306
6. Zusammenfassung	307
 IV. Kosten-Nutzen-Verhältnis des zwingenden Anlegerschutzes	307
1. Kosten-Nutzen-Verhältnis des Gleichbehandlungsgebotes	309
A. Rechtslage	309
B. Argumentation von Easterbrook/Fischel (1991)	310

C. Kritik	312
D. Ergebnis	314
2. Kosten-Nutzen-Verhältnis der Abstimmungsquoren	314
A. Rechtslage	314
B. Bilaterales Monopol	315
C. "Hold up"-Problem	316
D. Folgen der Umverteilung	316
E. Ergebnis	317
3. Kosten-Nutzen-Verhältnis zwingender Standards	318
A. Kosten zwingender Standards	318
a. Gleichschaltung börsennotierter Aktiengesellschaften	318
(a) Familien-Aktiengesellschaft	319
(b) International tätige Unternehmen	321
B. Nutzen zwingender Standards im Aktienrecht	322
a. Netzwerkexternalitäten	322
b. Netzwerkexternalitäten bei der Aktiengesellschaft	323
c. Netzwerkexternalitäten als die Ursache des Marktversagens	323
d. Nutzen zwingender Standards bezüglich der Netzwerkexternalitäten	325
e. Ergebnis	326
V. Zusammenfassung	326
<b>Schlussbemerkung</b>	<b>327</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>329</b>