

Jacek Bak

Aktienrecht zwischen Markt und Staat

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Ökonomische Analyse des Rechts

Herausgegeben von

Professor Dr. Peter Behrens

Professor Dr. Manfred Holler

Professor Dr. Claus Ott

Professor Dr. Hans-Bernd Schäfer (schriftführend)

Professor Dr. Rainer Walz

Universität Hamburg, Fachbereich Rechtswissenschaft II

Die ökonomische Analyse des Rechts untersucht Rechtsnormen auf ihre gesellschaftlichen Folgewirkungen und bedient sich dabei des methodischen Instrumentariums der Wirtschaftswissenschaften, insbesondere der Mikroökonomie, der Neuen Institutionen- und Konstitutionenökonomie. Sie ist ein interdisziplinäres Forschungsgebiet, in dem sowohl Rechtswissenschaftler als auch Wirtschaftswissenschaftler tätig sind und das zu wesentlichen neuen Erkenntnissen über Funktion und Wirkungen von Rechtsnormen geführt hat.

Die Schriftenreihe enthält Monographien zu verschiedenen Rechtsgebieten und Rechtsentwicklungen. Sie behandelt Fragestellungen aus den Bereichen Wirtschaftsrecht, Vertragsrecht, Haftungsrecht, Sachenrecht und verwaltungsrechtliche Regulierung.

Jacek Bak

Aktienrecht zwischen Markt und Staat

Eine ökonomische Kritik des Prinzips der
Satzungsstrenge

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Peter Behrens

Deutscher Universitäts-Verlag

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen
Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Dissertation Universität Hamburg, 2002

1. Auflage Januar 2003

Alle Rechte vorbehalten

© Deutscher Universitäts-Verlag GmbH, Wiesbaden, 2003

Lektorat: Brigitte Siegel / Sabine Schöller

Der Deutsche Universitäts-Verlag ist ein Unternehmen der
Fachverlagsgruppe BertelsmannSpringer.

www.duv.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.
Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes
ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbe-
sondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die
Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem
Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche
Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten
wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

ISBN-13: 978-3-8244-7771-5

e-ISBN-13: 978-3-322-81465-4

DOI: 10.1007/978-3-322-81465-4

Geleitwort

Das deutsche Aktienrecht schränkt die Satzungsautonomie bekanntlich in erheblichem Umfang ein (§ 23 Abs. 5 AktG). Aktienrecht ist ganz überwiegend zwingendes Recht (Prinzip der Satzungsstrenge). Die Sinnhaftigkeit dieses gesetzgeberischen Ansatzes ist in letzter Zeit zunehmend in Frage gestellt worden, und zwar sowohl in der rechtswissenschaftlichen Diskussion (siehe etwa *Hirte ZGR* 1997, 120 ff.), als auch in ganz besonderem Maße in der ökonomischen Literatur. Die Fragwürdigkeit einer rigiden Regulierung der Aktiengesellschaft kommt auch in den vielfältigen Vorschlägen für eine Deregulierung zum Ausdruck, die in den letzten zwei Jahrzehnten immer wieder gemacht worden sind. Die von *Bak* vorgelegte Untersuchung hat sich zum Ziel gesetzt, die Rechtfertigung des Prinzips der Satzungsstrenge theoretisch und empirisch auf der Grundlage institutionenökonomischer Ansätze kritisch zu überprüfen. Die Fragestellung lautet demgemäß, ob zwingendes Aktienrecht effizient ist, d.h. ob es die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt zu fördern geeignet ist, oder ob es sie eher vermindert. Anders gewendet: es geht um die Frage, ob das zwingende Aktienrecht gesamtwirtschaftlich höhere Kosten verursacht als es Nutzen bringt. Um das Ergebnis vorwegzunehmen: Die von *Bak* durchgeführte theoretische und empirische Analyse führt zu einem sehr eindeutig negativen Befund: zwingendes Aktienrecht ist ineffizient.

Die Untersuchung beginnt in einem ersten Teil mit der Erläuterung der theoretischen Grundlagen: Im Rahmen der ökonomischen Theorie lassen sich zwingende Rechtsnormen prinzipiell nur dadurch rechtfertigen, daß sie der Behebung bestimmter Formen des Marktversagens dienen. Dabei kommt es im Hinblick auf aktienrechtliche Regelungen auf den Kapitalmarkt an. Ist der Kapitalmarkt effizient - so die grundlegende These - dann ist davon auszugehen, daß die Probleme, die das zwingende Aktienrecht lösen soll, bereits im Wege von Transaktionen auf dem Kapitalmarkt gelöst werden können. Als die zentralen rechtlichen Regelungsprobleme des Aktienrechts identifiziert *Bak* zum einen das Verhältnis von Management und Aktionären, zum anderen das Verhältnis zwischen Gläubigern und Aktionären sowie schließlich das Verhältnis zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären. In der Terminologie der Institutionenökonomik geht es jeweils um *principal/agent*-Beziehungen. Ein effizienter Kapitalmarkt würde also die in den genannten *principal/agent*-Beziehungen relevanten Interessenkonflikte durch die Markttransaktionen selbst lösen, weil die Beteiligten ihre Interessen im Rahmen der für diese Transaktionen maßgeblichen Rechtsgeschäfte selbst wahren könnten. Annahmegemäß führen Rechtsgeschäfte, in denen die Parteien ihre Interessen (Präferenzen) zur Geltung bringen können, zu effizienten Ergebnissen.

Was Effizienz des Kapitalmarkts genau bedeutet, wird ausführlich dahingehend präzisiert, daß es entscheidend auf die sogenannte Informationseffizienz ankommt, d.h. darauf, daß die Kapitalmarkttransaktionen auf der Basis sämtlicher Informationen zustandekommen, die für die Investitionsentscheidungen von Aktionären bzw. Gläubigern relevant sind. Da Gegenstand solcher Transaktionen jeweils ganze Bündel von Rechten, Pflichten, Chancen und

Risiken sind, deren Bewertung sich in den Preisen für die auf dem Kapitalmarkt gehandelten Finanzierungsinstrumente ausdrückt, kommt es also darauf an, daß dem Kapitalmarkt alle dafür relevanten Informationen zugänglich sind, so daß sie von Marktteilnehmern entsprechend bepreist werden können. Entscheidend ist also nicht, ob es Informationsasymmetrien zwischen einzelnen Marktteilnehmern gibt, sondern ob dem Kapitalmarkt insgesamt relevante Informationen vorenthalten werden (können). Ob der Kapitalmarkt in diesem Sinne effizient ist, ist dann allerdings eine empirische Frage, deren Beantwortung entsprechende Erhebungen voraussetzt.

Für die weitere Analyse der Frage, ob sich das Prinzip der Satzungsstrenge im deutschen Aktienrecht rechtfertigen läßt, kam es somit darauf an, im Einzelnen zu belegen, daß zum einen ein informationseffizienter Kapitalmarkt ohne zwingende aktienrechtliche Regulierung tatsächlich zu angemessenen Lösungen der oben genannten Interessenkonflikte gelangt, und daß zum anderen auch tatsächlich von der Informationseffizienz des Kapitalmarkts ausgegangen werden kann. An dieser Stelle war der Verfasser mit dem Problem konfrontiert, einen methodisch akzeptablen Weg zu finden, um die beiden genannten Fragen im Rahmen der Untersuchung sinnvoll behandeln und beantworten zu können. Das ist ihm im m.E. überzeugend gelungen.

Die erste Frage wird durch einen Rückgriff auf das US-amerikanische Recht zu beantworten versucht, das ganz überwiegend nicht zwingender Natur ist. Dabei werden die wichtigsten aktienrechtlichen Regelungen analysiert, die dem Schutz von Aktionären und Gläubigern dienen. *Bak* kommt zu dem Ergebnis, daß dieser Schutz letztlich auch in den USA keineswegs hinter den Anforderungen zurückbleibt, die in Deutschland als maßgeblich angesehen werden. Der naheliegende Einwand, daß im US-amerikanischen Recht möglicherweise andere rechtliche Instrumente zwingenden Charakters verwendet werden als im deutschen Recht, um die relevanten Schutzziele zu erreichen (zu denken wäre etwa an das Börsenrecht mit seinen umfassenden zwingenden Informationspflichten), wird gesehen, anhand einiger Beispiele aber zu entkräften versucht.

Die zweite Frage nach der empirischen Feststellbarkeit der Informationseffizienz vor allem des deutschen Kapitalmarkts konnte *Bak* naturgemäß nicht durch eigene Erhebungen beantworten. Statt dessen stützt er sich auf eine beeindruckende Vielzahl bereits vorhandener empirischer Studien, die mit bemerkenswertem Geschick und großer Akribie durchaus kritisch ausgewertet werden. Sie rechtfertigen nach Auffassung von *Bak*, den Schluß, daß nicht nur für den US-amerikanischen, sondern auch für den deutschen Kapitalmarkt durchaus von seiner Informationseffizienz ausgegangen werden kann. Diese Feststellung trifft *Bak* in Kenntnis der herrschenden gegenläufigen Vorstellungen in Deutschland, mit denen er sich aber detailliert auseinandersetzt.

Aus diesen Überlegungen zieht *Bak* konsequenterweise den Schluß, daß sich der zwingende Charakter des deutschen Aktienrechts ökonomisch nicht rechtfertigen läßt. Das deutsche Aktienrecht bedarf hiernach einer umfassenden De-Regulierung.

Damit läßt es *Bak* allerdings nicht bewenden. Vielmehr geht er gewissermaßen hilfsweise auf die - für ihn hypothetische - Möglichkeit ein, daß mit der in Deutschland herrschenden Meinung von einer hinreichenden Informationseffizienz des Kapitalmarkts doch nicht ausgegangen werden könne. Insoweit weist *Bak* prinzipiell zutreffend darauf hin, daß es zur Rechtfertigung zwingenden Rechts nicht genügt, Ineffizienzen des Marktes nachzuweisen. Vielmehr bedarf es des Nachweises, daß zwingende Rechtsnormen des Gesetzgebers zu besseren Lösungen führen als ein unvollkommener Kapitalmarkt. Diesen Nachweis hält *Bak* nicht für erbracht, weil auch das zwingende Aktienrecht zentrale Ursachen für mögliche Unvollkommenheiten des Kapitalmarkts nicht beseitigt.

Bak greift mit anerkennenswertem Mut zum Risiko, auch Widerspruch zu ernten, ein ebenso zentrales wie schwieriges Grundlagenproblem des Aktienrechts auf. Die vieldiskutierte Frage nach der Effizienz des Kapitalmarktes und ihrer Bedeutung für die aktienrechtliche Gesetzgebung wird hier erstmals wirklich umfassend, theoretisch konsistent und inhaltlich gehaltvoll analysiert. Auch der kritische Leser, der der einen oder anderen Schlußfolgerung nicht zustimmen möchte, wird anerkennen, daß mit dieser Arbeit ein überaus beachtlicher Beitrag zur Grundlagenforschung im Bereich des Aktienrechts geleistet wird. Er führt über den bisherigen Stand der Literatur weit hinaus und gibt wichtige Impulse für die weitere wissenschaftliche Auseinandersetzung. Die künftige Diskussion wird an der Dissertation von *Bak* nicht vorbeigehen können.

Prof. Dr. Peter Behrens

Vorwort

Zwingendes Aktienrecht ist kein Selbstzweck. In einer Marktwirtschaft soll es zumindest auch der Erhöhung der volkswirtschaftlichen Effizienz dienen. Die Untersuchung, ob dies wirklich in Deutschland der Fall ist, steht im Zentrum dieses Buches. Dabei unterscheidet sich die hier zugrunde gelegte Annahme fundamental von derjenigen, die üblicherweise in der Rechtswissenschaft vertreten wird. Üblicherweise wird die Notwendigkeit des zwingenden Aktienrechts einfach unterstellt. Das ist aber kein richtiger Ausgangspunkt für eine rechtswissenschaftliche Untersuchung. Denn zwingendes Aktienrecht ist nur erforderlich, sofern und soweit die privatautonome Gestaltungsfreiheit durch vertragliche Regelungen an Grenzen stößt. In diesem Sinne steht das Aktienrecht – dem Titel des Buches entsprechend – im Spannungsfeld zwischen Markt und Staat.

Das Buch ist aus meiner Dissertationsschrift hervorgegangen, die im Wintersemester 2001/2002 der Juristischen Fakultät der Universität Hamburg vorgelegen hat. Es befindet sich in allen Teilen auf dem Stand vom 01.03.2002. Vereinzelt konnte später erschienenes Schrifttum noch nachgetragen werden.

Dank schulde ich an erster Stelle meinem Doktorvater und akademischen Lehrer, Herrn Prof. Dr. Peter Behrens. Er hat mich fachlich und persönlich in jeder Hinsicht gefördert und mir großen Freiraum für die eigene Forschungstätigkeit gewährt. Dank schulde ich aber auch dem Zweitgutachter im Promotionsverfahren und zugleich dem Sprecher des Graduiertenkollegs Recht und Ökonomik, Herrn Prof. Hans-Bernd Schäfer. Sein fester Glaube an die ökonomische Analyse des Rechts, hat mich noch stärker geprägt, als die vorliegende Schrift erkennen lässt. Hervorheben möchte ich darüber hinaus die vielfältigen persönlichen und fachlichen Kontakte zu den Mitgliedern des Graduiertenkollegs Recht und Ökonomik und den betreuenden Professoren der Universität Hamburg, die das für eine rechtsökonomische Arbeit unerlässliche fruchtbare Umfeld geschaffen haben.

Freunde und Kollegen haben Teile dieser Arbeit gelesen und durch ihre Kritik bereichert: Bernd Skowyra, Christian Gaggenmayer, Olaf Strick, Annette Hahndorf und Dr. Jochen Bigus. Auch ihnen danke ich herzlich. Mein Dank gilt ferner Dr. Stefano Lombardo, mit dem ich mehrstündige Diskussionen über die in diesem Buch behandelten Probleme geführt habe. Ohne die großzügige Unterstützung der Deutschen Forschungsgemeinschaft wäre es mir nicht möglich gewesen, die Arbeit so zügig durchzuführen und abzuschließen. Es ist mir deshalb eine angenehme Pflicht, der DFG an dieser Stelle zu danken.

Last, but not least danke ich Herrn Prof. Robert Cooter für die Einladung nach Berkeley. Denn der Aufenthalt in den USA hat nicht nur den realwissenschaftlichen Ansatz dieser Arbeit maßgeblich geprägt, sondern ließ bei mir auch „den Mut zum wissenschaftlichen Risiko“ aufkeimen.

Dieses Buch widme ich dem deutschen Steuerzahler.

Jacek Bak

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	IX
Einführung	1
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
Erster Teil: Ökonomische Grundlagen der Regulierung	14
Kapitel 1: Marktwirtschaft, Wettbewerb und Aktienrecht	15
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
Kapitel 2: Effizienz des Kapitalmarktes	29
I. Informationsrisiko als Grundlage des zwingenden Aktienrechts	29
	XI

II. Wirkung des effizienten Kapitalmarktes	30
III. Definitionen	32
IV. Empirie	34
1. Statistische Tests	34
2. Auswertung empirischer Studien in den USA	35
V. Kritik der Hypothese des effizienten Kapitalmarktes	38
1. Anomalieforschung	38
A. Anomalien	38
B. Stellungnahme	40
C. Zwischenbilanz	42
2. Informationsparadox	43
3. Exzessive Volatilität	44
4. „Noise traders“	44
VI. Kritik der Kritik und zwingendes Aktienrecht	47
VII. Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes	50
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

VIII. Zusammenfassung	74
Zweiter Teil: Marktversagen bei der börsennotierten Aktiengesellschaft	76
Kapitel 3: Management	79
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
Kapitel 4: Gläubiger	219
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

8. Ergebnis	232
III. Versuch der Quantifizierung	232
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
IV. Kosten-Nutzen-Verhältnis zwingender Regelungen	241
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
V. Zusammenfassung	249
Kapitel 5: Minderheit	251
I. Ökonomische Ursachen des Spannungsverhältnisses	251
1. Ausbeutung	251
2. Adverse Selektion	251
II. Marktmechanismus und der Minderheitenschutz	253
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. Prämissen 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 Abstimmungsquoten	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
Schlussbemerkung	327
Literaturverzeichnis	329