

# Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft

Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance

von

**Markus Ruffner**

Dr. iur., Dr. oec. publ.

---

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

XXXV

## 1. Teil

<b>Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts</b>	<b>1</b>
<b>§ 1 Grundzüge der ökonomischen Theorie des Rechts</b>	<b>3</b>
I.    Zum Verhältnis von Wirtschaft und (Privat-)Recht	3
1. Die Frage nach der Steuerungsmöglichkeit durch Recht	3
2. Systemtheorie und ÖAR als konkurrierende Gesellschaftstheorien	4
3. Komparative Analyse ökonomischer Institutionen	6
a) Vergleich unterschiedlicher sozialer Arrangements	6
b) Suche nach einem optimalen Mix unterschiedlicher Koordinationstypen	6
c) Keine Hypostasierung des Effizienzkriteriums	7
4. ÖAR und reflexives Wirtschaftsrecht – Unterschiede und Gemeinsamkeiten	8
II.   Die Kritik an der ÖAR als Ausgangspunkt	10
1. Effizienz contra Gerechtigkeit?	10
2. Folgenanalyse ohne Folgenbewertung?	12
3. Der «homo oeconomicus» – Menschenbild oder Verhaltensannahme?	13
4. Denken in institutionellen Alternativen	13
III.  Wohlfahrtsorientiertes System der Handlungsrechte	15
1. Allokationswirkungen von Rechtsnormen	15
2. Wichtige Folgerungen des Coase-Theorems	16
a) Transaktionskosten als Ursache von Steuerungswirkungen des Rechts	16
b) Reziproker Charakter von Externalitäten	17
3. Aufgaben einer Privatrechtsordnung	18
a) Notwendigkeit einer institutionell-rechtlichen Verankerung	18

b)	Zuordnung von Handlungsrechten	20
c)	(Re-)Allokation von Handlungsrechten	21
d)	Zuordnung vertraglicher Risiken	21
4.	Eigentums- und Haftungsregeln als rechtstechnische Instrumente	23
a)	Vertrag	23
b)	Ausservertragliche Verhältnisse	24
c)	Rechtszuordnung und rechtstechnische Regeln	26
5.	Folgerungen	27
a)	Vergleich allokativer Wirkungen unterschiedlicher rechtlicher Arrangements	27
b)	Zur Figur des »hypothetischen Marktes«	28
c)	Regelinduzierte Transaktionskosten	29
d)	Weitere Gerechtigkeitskriterien	29
IV.	Komparativer Institutionenansatz	30
1.	Ausweitung der dualistischen Ordnungstheorie	30
a)	Alternative Steuerungsmechanismen	30
b)	Externalitäten nicht-marktlicher Steuerungsmechanismen	31
2.	Ansätze einer funktionalen Theorie rechtlicher Institutionen	32
§ 2	<b>Folgenbewertung</b>	35
I.	Probleme einer normativen ökonomischen Rechtstheorie	35
1.	Effizienz: Evolution oder soziales Design?	35
2.	Allokative Steuerungswirkungen rechtlicher Entscheide	36
3.	Die Theorie der Sozialwahl	37
II.	Effizienzkriterien	38
1.	Die Nutzlosigkeit des Pareto-Kriteriums	38
2.	Das Kaldor-Hicks-Kriterium	39
3.	Das Prinzip der Generalkompensation	40
a)	Das Gesetz der grossen Zahl	40
b)	Anwendungsbedingungen	41
c)	Argumente für eine pragmatische Anwendung des Kaldor-Hicks-Kriteriums	42
aa)	«Versteckte» Anwendungen des Kaldor-Hicks-Kriteriums	42

bb)	Distributionsanalyse bei verletztem Gleichheitstheorem	43
cc)	Kaldor-Hicks-Entscheidungsregeln	44
aaa)	Nutzen- oder Vermögensmaximierung?	44
bbb)	Auktionsregel und Kosten-Nutzen-Analyse	44
III.	Effizienz und Verteilungsgerechtigkeit	46
1.	Zivilrecht als Effizienz- oder Distributionsrecht?	46
2.	Die Problematik der Anfangsausstattung	47
a)	Verteilungsgerechtigkeit als zweistufiges Problem	47
b)	Windfall-Profite und permanente Umverteilung	48
c)	Vermögenseffekte der originären Zuordnung von Handlungsrechten	49
3.	Immanente Grenzen eines distributiven Zivilrechts	50
a)	Unberechenbare Distributionswirkungen und Vertragsanpassungen	50
b)	Distributionswirkungen im Haftpflichtrecht	51
4.	Folgerungen für das Recht	52
a)	Grenzen einer idealtypischen Sonderung in Effizienz- und Distributionsrecht	52
b)	Suche nach effizienteren sozialen Arrangements mit geringen Distributionswirkungen	53
IV.	Andere Gerechtigkeitskriterien	54
1.	Zielkonflikte zwischen Effizienz und Individualrechten	54
a)	Konkurrierende persönliche Rechte	54
b)	Abwägungsprobleme und Abwägungsverbote	56
2.	Die Problematik einmischender Präferenzen	56
§ 3	Der «homo oeconomicus» der ÖAR	58
I.	Allgemeines	58
1.	«Juristische» Kritikpunkte am ökonomischen Verhaltensmodell	58
2.	Ausrichtung auf sozial relevantes Verhalten	59
3.	Eingeschränkt rationales Verhalten	60
4.	Maximierung des Erwartungsnutzens und Anomalien	62
II.	Eigennutzorientierung als Motivationsmaxime	64
1.	Opportunismus	64
2.	Reziproker Altruismus	65
3.	Reiner Altruismus	66

III.	«Normative» Konsequenzen	66
1.	Anwendungsbereich des ökonomischen Verhaltensmodelles	66
2.	Steuerung über Veränderungen der Handlungsspielräume und nicht der Präferenzen	67
§ 4	Das Verhältnis der ÖAR zu den herkömmlichen Wirtschaftsrechtskonzeptionen	69
I.	Einleitung	69
II.	(Neo-)liberale Wirtschaftsrechtskonzeption und ÖAR	69
1.	Institutionalisierung des Tauschprozesses als Aufgabe des Privatrechtes	69
a)	Verzicht auf soziale Gestaltung	69
b)	Fehlende Privatrechtstheorie	70
2.	Transaktionskosten als neuer Typus von Handlungsbeschränkungen	71
3.	Kollektive Güter und distributive Programme	72
4.	Eigentumsrechte im Wandel	74
5.	Evolution oder Gestaltung?	74
a)	Spontane Bildung passender Regeln	74
b)	Lock-In-Situationen und soziale Gestaltung von Regeln	75
III.	Instrumentalistische Wirtschaftsrechtskonzeption und ÖAR	77
1.	«Marktversagen» in einer Mixed Economy	77
2.	Staatsversagen	78
3.	Ausdifferenzierung des Privatrechts als Antwort auf Transaktionsprobleme	79
a)	Materialisierung des Privatrechts?	79
b)	Die ökonomische Struktur zivilistischer Regulierungen am Beispiel des Anlegerschutzes	80
aa)	Die Hypothese fehlender Machtäquivalenz	80
bb)	Informationsasymmetrien und opportunistisches Verhalten als Regelungsproblem	81
cc)	Adverse Selektion und externe Effekte	82
dd)	Durchbrechungen des Grundsatzes der Gleichbehandlung aufgrund unterschiedlicher Transaktionskosten	83
ee)	«Moralische Risiken» als reziprokes Vertragsproblem	84

	ff) Ordnungsangebote (Optionspolitik) als Optimierungsproblem	85
	gg) Anlegerschutz als Funktionenschutz	86
IV.	Verbindungslinien und Unterschiede zwischen reflexivem Wirtschaftsrecht und ÖAR	86
	1. Recht als autopoietisches System	86
	2. Gesellschaftssteuerung durch reflexives Recht	88
	a) Ausweichstrategien	88
	b) Wechselseitige Beobachtung	88
	c) Interferenz	89
	aa) Kopplung über kommunikative Ereignisse	89
	bb) Motivations- und Informationsprobleme	90
	cc) Steuerungseffekte über Konditionierung von Vertrag und subjektiven Rechten	90
	dd) Systemkoppelung über Organisation	92
	ee) Erhöhung der Steuerwirksamkeit durch reflexives Recht	93
	3. Prozeduralisierung als Zauberformel	94
	a) Ersatz von Zweck- durch Prozeduralisierungsprogramme	94
	b) Relative Dominanz reflexiver Steuerungsmodi	96
	c) Dezentralisierung der Rechtsproduktion	96
	4. Anknüpfungspunkte zwischen Theorie des reflexiven Rechts und ÖAR	97
	a) Unterschiedliche Operationalisierungsgrade	97
	b) Folgeanalyse ohne Folgenbewertung?	98
	c) Die Suche nach einem optimalen Mix der Interventionsmodi	99
	5. Entscheidungssteuerung durch Verfahren oder Ziele?	100
	a) Moderne Privatrechtsordnungen: Materialisierung oder Anpassung an veränderte Transaktionsbedingungen?	100
	b) (Zielbezogene) Steuerung über veränderte Restriktionen	103
	aa) Vermeintliche Formen reflexiven Rechts	103
	bb) Veränderung der Restriktionen individuellen Handelns	104
	cc) Analyse der Steuerungswirkungen alternativer rechtlicher Arrangements	104
	c) Grenzen der Machbarkeit der Verhältnisse	105
	d) Spontane Ordnung und Gesellschaftsgestaltung	107

aa)	Evolutionstheorien des Rechts	107
bb)	Plädoyer für einen zurückhaltenden Konstruktivismus	108
cc)	Hindernisse einer unilinearen Rechtsent- wicklung	110
6.	Neokorporatismus und Selbstregulierungsversagen	111
a)	Funktionsbedingungen korporativer Koordinationsmechanismen	111
b)	Funktionsmängel	112
c)	Organisierbarkeit von Interessen und Implementationskoalitionen	114
d)	Kombination von prozeduralen und inhaltlichen Rechtsprogrammen	115
V.	Folgeorientierung und funktionale Auslegung aus der Sicht der ÖAR	116
1.	Funktionale Auslegung als Antwort auf die «Mehrfunktionalität» des Privatrechts	116
a)	«Dedoublement fonctionnel»	116
b)	Auflösung individueller Interessenkonflikte als wirtschaftliche Anreize	117
c)	Ausrichtung an alternativen Normhypothesen «im Durchschnitt»	118
2.	Das relevante Wertesystem: Ordnungsmodelle der Verfassung oder Allokationseffizienz?	119
a)	Beschränkter Programmierungsgehalt verfassungs- rechtlicher Entscheide	119
3.	Das Konsenskriterium als (weitere) Brücke zwischen ÖAR und funktionaler Auslegung	121
a)	«Zwingende Konsense»	121
b)	Offenlegung von Wertungskonflikten und impliziten Wertungen	122

## 2. Teil

### Gründzüge einer ökonomischen Theorie des Rechts der Publikumsaktiengesellschaft

§ 5	Mikroökonomische Theorien der Firma und die Aktiengesellschaft als Geflecht von Verträgen	127
-----	--	-----

<b>1. Abschnitt</b>		
<b>Ökonomische und rechtliche Theorien der Firma</b>		<b>127</b>
I.	Einleitung	127
II.	Mikroökonomische Theorien der Firma	129
	1. (Kapital-)gesellschaften als Geflecht von Verträgen	129
	2. Agenturtheorie: Trennung zwischen Entscheidungs- funktionen und Übernahme residualer Risiken	131
	3. Transaktionskostentheorie: Unvollständige Verträge mit Beherrschungs- und Überwachungsmechanismen	133
	4. Theorie der Property rights: Die Aktionäre als residuale Eigentümer	135
	5. Das Board of Directors als Beherrschungs- und Überwachungsorgan der Aktionäre	137
	a) Schutzmechanismus gegen diffuse Enteignungs- risiken	137
	b) Vertragstheoretische Begründung der Zusammensetzung des Verwaltungsrates	138
	b) Stylisierte Schritte unternehmerischer Entscheidungsprozesse	139
	d) Management- und Kontrollfunktionen	140
	e) Kollusion als agenturtheoretisches Problem	140
	f) Probleme der kollektiven Wahl und unentziehbare Aufgaben des Board	141
	6. Wechselwirkungen im Vertragsgeflecht	142
	a) Verschiebungen in anderen Vertragsgleich- gewichten	142
	b) Strategisches Verhalten	143
	c) Mechanismen zur Beschränkung unerwünschter Wechselwirkungen	143
	7. Kapitalstrukturen als Beherrschungs- und Überwachungsmechanismus	144
	a) Ausgangspunkt: Die Irrelevanz-Hypothese von Modigliani/Miller	144
	b) Signalfunktion	145
	c) Anreizfunktion und Selbstbindung	146
	d) Fremdkapital als Beherrschungs- und Überwachungsstruktur	147
	e) Eigenkapital als Beherrschungs- und Überwachungsstruktur	148
	8. Firmen und Märkte	150



9.	Neue aktienrechtliche Fragestellungen	151
a)	«Eigentum» an Publikumsgesellschaften	151
b)	Flexibilität der Kapitalstruktur und Austrittsrechte	152
c)	Nebenpflichten für Blockaktionäre?	153
d)	Residuale Kontrollrechte der Aktionäre	154
e)	Dispositive und zwingende Normen	155
III.	Die Aktiengesellschaft als Geflecht von Verträgen	155
1.	Der «nexus of contract»-Ansatz als analytisches Konzept	155
2.	Die vertragliche Natur der Gesellschaftsstatuten	157
a)	Freiwilligkeit und Anpassungsfähigkeit	157
b)	In die Preisbildung einflussende Vertragsbedingungen	158
c)	Satzungs- und Organisationsfreiheit	159
d)	«Binnenrecht» und optimale Beherrschungs- und Kontrollstrukturen	160
3.	Die Gesellschaftsstatuten als relationaler Vertrag	162
a)	Festlegung einer Ordnungsstruktur ohne detaillierte Risikozuweisung	162
b)	Anpassungs- und Lückenfüllungsmechanismen	163
4.	Konkretisierungsmassstäbe für die Lückenfüllung	165
a)	Ausrichtung der «fiduciary duties» an den Aktionärsinteressen	165
b)	Ausrichtung der «fiduciary duties» an den Interessen der Gesellschaft	167
c)	Konkretisierungsmassstab: Maximierung des gemeinsamen Vermögens («joint wealth maximization»)	169
5.	Das Aktienrecht als Standardform-Kontrakt	170
6.	Die Reichweite des Vertragsansatzes	171
<b>2. Abschnitt</b>		
<b>Beherrschungs- und Überwachungsmechanismen des Aktienrechts</b>		<b>173</b>
<b>§ 6 Aktionärsstimmrecht</b>		<b>173</b>
I.	Die Ökonomik des Aktionärsstimmrechts	173
1.	Das Stimmrecht als Recht der Aktionäre	173
2.	Das Problem der kollektiven Aktion	174
3.	Das Problem der strategischen Wahl	177
4.	Verbot des Stimmrechtshandels	179

5.	Grenzen des Stimmrechts: unentziehbare Kompetenzen des Verwaltungsrates	181
	a) Herkömmliche Erklärungsansätze	181
	b) «Pathologien» des Stimmrechts	183
	c) Suboptimale Investitionsentscheide	185
	d) Institutionelle Argumente	186
	e) Folgerungen	186
	f) Durchbrechungen der «absoute delegation rule» bei Unternehmensübernahmen	187
II.	Kumulatives Stimmrecht für die Wahl von Verwaltungsräten	188
	1. Aufwertung des selektiven Stimmrechtsproporz	188
	2. Institutionalisierung der Einflussnahme	190
	3. Folgerungen	192
III.	Komparative Vor- und Nachteile des Stimmrechts	193
	1. Immanente Grenzen einer Aktionärsdemokratie	193
	2. Komplementarität	194
§ 7	Austrittsrecht	195
I.	Die Ökonomik von Austrittsrechten	195
	1. Schutzmechanismus gegen wertreduzierende Strukturänderungen	195
	2. Minderheitenschutz oder Selektionsmechanismus?	196
	3. Die Marktausnahme neu betrachtet	197
	4. Marktpreise als Bewertungsstandard	198
	a) Idealer Bewertungsmaßstab	198
	b) «Gedrückte Marktpreise» und vermischende Ereignisse	200
	c) Unterbewertungen aufgrund von Informationsasymmetrien	200
	d) Pretransaction- oder Drittpartei-Standard?	203
	5. Auslösende Ereignisse	205
II.	Die Ausgestaltung von Appraisal-Verfahren	207
	1. Ausrichtung auf präventive Wirkung	207
	2. Substitut für Anfechtungsklagen	208
III.	Schlussfolgerungen	209
	1. Austrittsrechte als Schutz- und Selbstbindungsmechanismus in effizienten Märkten	209

2. Schutzmechanismus gegen wertreduzierende Transaktionen	210
<b>§ 8 Sorgfalts-, Treue- und Gleichbehandlungspflicht</b>	<b>211</b>
I. Offene Verhaltensstandards als Lückenfüllungsmechanismus in relationalen Verträgen	211
1. Die ökonomische Logik offener Verhaltensstandards	211
a) Offene Leistungsstandards	211
b) Informationsprobleme aufgrund komplexer Umweltbedingungen	212
2. Fiduciary Duties aus vertragstheoretischer Perspektive	213
a) Notwendige Anpassungsflexibilität	213
b) Abstimmung auf Marktmechanismen	213
3. Veränderung der Anreizmechanismen	214
II. Typologie der Agenturprobleme und Interessenkonflikte	216
1. Mangelnde Sorgfalt und unzureichendes Anstrengungsniveau	216
2. Nichtadäquate Risikoexposition und Zeitwahl	218
3. Interessenkonflikte im engeren Sinne	219
4. Positionale Konflikte	222
5. Horizontale Interessenkonflikte unter Aktionären	223
6. Fallgruppen von Agenturproblemen (eine tabellarische Übersicht)	224
III. Die Sorgfaltspflicht	225
1. Ausgestaltung der Sorgfaltspflicht als Optimierungsaufgabe	225
2. Beschränkte Eignung der Sorgfaltspflicht zur Steuerung von Risiko- und Zeitwahl	226
a) Verschärfung der Risikoaversion des Managements	226
b) Portfolio-Perspektive bei der Risikobeurteilung	227
c) Entscheide unter Unsicherheit	228
3. Die business judgment rule – Schaffung eines safe harbor	229
a) Ökonomische Gründe für einen moderaten Überprüfungsstandard	229
b) Die Funktion prozeduraler Verhaltensstandards	231
4. Relative Vorteile marktlicher Kontrollmechanismen	233

5.	Strategisch motivierte Haftungsklagen	235
	a) Hold-out-Probleme	235
	b) Steuerung der Klagehäufigkeit	235
	c) Rechtliche Filter gegen strategisch motivierte Klagen	236
IV.	Die Treuepflicht	238
1.	Interessenkonflikte i.e.S. und positionale Konflikte	238
	a) Last period-Probleme bei fundamentalen Transaktionen	238
	b) Ökonomische Gründe für interessenbehaftete Transaktionen	239
2.	Materielle und prozedurale Fairness-Tests	240
	a) Sachliche Verschränkung von prozeduralen und materiellen Verhaltenspflichten	240
	b) Besonderheiten positionaler Konflikte	242
3.	Fairness-Test oder Business Judgement Rule?	243
	a) Legitimierung durch Verfahren oder materielle Überprüfung?	243
	b) Argumente für einen «intermediate standard»	245
	c) Zur Problematik materieller Überprüfungsstandards	247
4.	Lückenfüllungsstandard: Drittparteistandard oder hypothetischer Vertragsstandard?	250
5.	Intermediate Standard als Sharing Rule	251
6.	Aktive Aktionärsstrategien als komplementärer Kontrollmechanismus	252
7.	Umkehr der Beweislast bei vorgängiger Genehmigung durch ein unabhängiges Organ?	253
V.	Das Gleichbehandlungsgebot	255
1.	Regelung horizontaler Interessenkonflikte der Multi-Agency-Beziehung	255
2.	Sachliche Gründe für eine Ungleichbehandlung	257
3.	Lückenfüllungsmechanismus und explizite Gleichbehandlungsregeln	258
4.	Auf das Gesamtinteresse bezogene sachliche Gründe	259
5.	Hypothetischer Vertragsstandard als Lückenfüllungsmaßstab	260
	a) Entscheidungsregel	260
	b) Schonende Rechtsausübung als «sharingrule»	261
	c) Kein absoluter Schutz gegen eine Schlechterstellung	262

6.	Fallgruppen wertsteigernder Ungleichbehandlungen	263
	a) Privilegierter Informationszugang für Grossaktionäre	263
	b) Strukturierung des Aktionariats mittels Kapitalerhöhung und Plazierung eigener Aktien	265
	c) Greenmail-Zahlungen	269
	d) Stillhaltevereinbarungen	272
7.	Normative Folgerungen	275
	a) Aufwertung der Treuepflicht	275
	b) Versicherbarkeit und Indemnifikation der Haftungsrisiken als integraler Teil des Verantwortlichkeitsrechts	276
	c) Gleichbehandlungsgebot und Zielkonflikte	277
	d) Verantwortlichkeitsrecht in einem unsicheren und dynamischen Umfeld	278
VI.	Exkurs: Versicherbarkeit und Indemnifikation von Haftungsrisiken	279
	1. Zirkularität	279
	2. D&O-Versicherungskrise als Ausgangspunkt für eine Änderung der Fiduciary Rules in den USA	282
	3. Indemnifikation versus dispositive Sorgfaltspflicht	283
	4. Versicherungslösungen und moralische Risiken	286
	a) Vertragliche Mittel zur Reduktion moralischer Risiken	286
	b) Versicherungen als spezialisierte Informations- intermediäre	287
	c) Potentielle Kollusion zwischen Management und Versicherungen	288
	d) Versicherung als komplementärer Markt- mechanismus	289
	5. Immanente Anreize für den Abschluss von Vergleichen	290
3.	Abschnitt	
	Die Reichweite der Vertragsfreiheit im Aktienrecht	293
§ 9	Ansätze zu einer allgemeinen Theorie aktienrechtlicher Normen	293
I.	Der Nexus of contract-Ansatz und die Vertragsfreiheit im Aktienrecht	293
II.	Erklärungsansätze für zwingende aktienrechtliche Normen	294

1.	Externe Effekte	294
a)	Internalisierung externer Effekte	294
b)	Risikoprämien bei Abweichungen vom Standard-Kontrakt	295
c)	Desintegration des Aktienrechts	296
d)	Externe Effekte einzelner aktienrechtlicher Normen	297
2.	Informationsprobleme	300
a)	Innovationshypothese	300
b)	Informationsasymmetrien zwischen Promotoren und Anlegern	302
3.	Zwingende Normen zum Schutz vor opportunistischen Statutenänderungen	305
a)	Kein Schutz durch «exit» bei Statutenänderungen	305
b)	Inhaltliche und prozedurale Limiten für Statutenänderungen	307
4.	Zwingende Normen als effizienter Selbstbindungs- mechanismus	308
5.	Komplexitätsreduktion durch zwingende Normen	310
6.	Zum Nutzen dispositiver Normen	312
a)	Wahlfreiheit und die Bedingungen wertsteigernder Wirkungen	312
b)	Kosten falscher zwingender Normen	313
7.	Opting-in versus Opting-out-Regeln?	314
8.	Zusammenfassung und normative Folgerungen	315
a)	Eingeschränkte Vertragsfreiheit bei nachträglichen Statutenänderungen	315
b)	Typologie aktienrechtlicher Normen aus der Perspektive ökonomischer Konzepte	316
c)	Gründe für einen vergleichsweise grossen Anteil zwingender Normen im schweizerischen Aktienrecht	318
d)	Regulatorischer Innovationsbedarf	318
e)	Tabellarischer Überblick der normativen Forderungen	321
III.	Unbestimmte Leistungsstandards und Handlungs- maximen als ideale «Lückenfüller» des Aktienrechts	322
1.	Die Funktion unbestimmter Normen	322
2.	Asymmetrien bei der vertraglichen Wahl von bestimmten und unbestimmten Normen	324
3.	Das Bestimmtheitserfordernis bei einem Opting-out	326

4.	Beispiele für (dispositive) konditionale Gesetzesnormen	328
5.	Relativierung der Trivialitätshypothese – die Rolle der Gerichte neu betrachtet	330
6.	Normative Folgerungen	332
IV.	Ansätze einer Theorie optimaler aktienrechtlicher Normen	333
1.	Normative Theorie der «default rules»	333
2.	Der hypothetische Vertragsansatz	334
a)	Allgemeiner Standard der richterlichen Lückenfüllung	334
b)	Zur Kritik am Konzept der hypothetischen Verträge	336
3.	In Richtung einer differenzierteren Theorie der «default rules»	337
a)	Informationsinduzierende dispositive Regeln («penalty-defaults»)	337
b)	Die börsengesellschaftsrechtliche Angebotspflicht als Beispiel einer informationsinduzierenden und gruppenbildenden Regel	339
c)	Informations- und Vertragsgleichgewichte	340
d)	Penalty Defaults und produktive Informationen	341
e)	Mehrheitsregeln versus massgeschneiderte Default Rules	341
f)	Anforderungen an ein Opting-Out	343
g)	Zusammenfassung und normative Folgerungen	345

### 3. Teil

## Effizienz der Kapitalmärkte und die Rolle aktiver institutioneller Aktionäre aus rechtlicher Sicht

§ 10	Die Effizienz der Kapitalmärkte als rechtliche Kategorie	349
I.	Einleitende Übersicht und Fragestellungen	349
1.	Die normative Reichweite der Hypothese effizienter Märkte	349
2.	Problematische Gleichsetzung von Informations- und Allokationseffizienz	352
3.	Externe und interne Kapitalallokation	355

4.	Vom Umgang des Rechts mit konfligierenden ökonomischen Erklärungsansätzen	356
5.	Märkte für Unternehmenskontrolle und aktive Aktionäre als substitutive Disziplinierungsmechanismen	357
6.	Exit und Voice	358
7.	Zielsetzung	358
II.	Kapitalmarkteffizienz als ökonomische Kategorie	359
1.	Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	359
2.	Mechanismen der Informationsverarbeitung	361
3.	Unterschiedliche Arten von Informationskosten	363
4.	Qualitätsbestätigung der Informationen	364
5.	Simultanes Gleichgewicht von Kapital- und Informationsmärkten	365
6.	Informationsasymmetrien, «Marktversagen» und Property Rights an Informationen	367
III.	Externe Kapitalmärkte und Allokationseffizienz	368
1.	Moderne Finanzmarkttheorie und Allokationseffizienz	368
2.	Allokationseffizienz als gesellschaftliches Ziel	369
3.	Kapitalmarktpreise und fundamentaler Wert	371
a)	Die Aggregationsfunktion von Märkten	371
b)	Arbitrage und fundamentaler Wert (die konventionelle Sicht)	372
4.	Noise Trader-Modelle als alternative Erklärungsansätze	373
a)	Information und «noise»	373
b)	Arbitragerisiken	375
aa)	Fundamentales Risiko	375
bb)	Noise Trader Risiko	376
cc)	Limitierte Arbitrage und schwache Selektion	377
5.	Theorien positiver Feedback-Investitionsstrategien	378
6.	Implikationen von Noise- und Feedback-Strategien	379
7.	Erklärung von Anomalien durch Noise-Theorien	380
8.	Der soziale Wert langfristiger Arbitrage	383
9.	Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte (Myopia-Hypothese)	383
a)	kurzfristige Orientierung der Kapitalmärkte?	383
b)	Kapitalmärkte und Kurzsichtigkeit unternehmerischen Verhaltens (Myopia-Modelle)	384



aa)	kurzfristige Arbitrage und kurzfristige Investitionsprojekte	385
bb)	Signal-Jamming-Modelle	386
cc)	Informationsasymmetrien	387
dd)	Ausrichtung des Management an Aktienkursen	388
ee)	Tangible und intangible Investitionen	389
10.	Effizienz und Anomalien – wie effizient sind Kapitalmärkte?	391
IV.	Allokative und distributive Effekte ineffizienter Märkte	394
1.	Informationsineffizienz und Kapitalallokation	394
2.	Liquiditätseffekte	395
3.	Informationseffizienz und Risiko	396
V.	Effizienz als Ziel des Aktien- und Kapitalmarktrechtes	397
1.	Informationseffizienz: Die Irrelevanz-Hypothese	397
2.	Relativierung der Irrelevanz-Hypothese	398
3.	Allokationsineffiziente Märkte und soziale Kosten	400
4.	Kurzsichtigkeit der Märkte (Myopia-Hypothese)	401
5.	Übermäßige Volatilität	401
VI.	Fundamentale Transaktionen neu interpretiert	402
1.	Alternative Erklärungsansätze für Kursreaktionen auf fundamentale Transaktionen	402
2.	Die Fehlinvestitions-Hypothese	403
a)	Erklärungsansätze für Kontrollprämien	403
b)	Sachwalterproblematik und interne Allokationsineffizienz	405
c)	Veränderungen der Kapitalstruktur	406
d)	Ineffiziente Märkte für Unternehmenskontrolle?	407
3.	Permanent unterbewertete Aktienpreise (Abschlags-Hypothese)	408
a)	Empirisch beobachtbare Abschlüsse	408
b)	Fundamentale Restrukturierungen als Arbitrage zwischen Aktienkurs und fundamentalem Wert	409
c)	Kapitalrestrukturierungen und Übernahmen als Substitute	411
4.	Kombinierte Erklärungsansätze	412
VII.	Kontrolle als Kontinuum	414
1.	Kostspielige Märkte für Unternehmenskontrolle	414
2.	Aktive Aktionäre als alternativer Kontrollmechanismus	415

3.	Formen der Einflussnahme aktiver Aktionäre	417
VIII.	Die EMHC und ihre regulatorischen Konsequenzen	419
1.	Relativierung der Effizienzhypothese und neue regulatorische Fragestellungen	419
2.	Allokationseffizienz als Schlüsselkriterium	422
a)	Allokationseffizienz und allokativer Ineffizienzen	422
b)	Von der Wichtigkeit der Funktionsfähigkeit interner Kapitalmärkte	423
3.	Regulatorische Konsequenzen der Myopia-Hypothese	424
a)	Fehlende praktikable Alternativen zum EMCH-Marktstandard	424
b)	Relative Attraktivität von Voice- gegenüber Exit-Strategien	425
c)	Arbitrage durch Variation der Eigenkapitalbasis	427
d)	Selektionsmechanismen für wertreduzierende und wertsteigernde fundamentale Transaktionen	428
4.	Offenlegungspflichten neu betrachtet	429
a)	Informationseffizienz als Voraussetzung allokativer Effizienz	429
b)	Informationskosten und optimale Informationen	430
c)	Sanktionsmechanismen bei unrichtigen Informationen	431
d)	Sachwalterproblematik und spezialisierte Informationsintermediäre	433
e)	Anmerkungen zum Investor-Confidence-Ansatz	433
§ 11	<b>Institutionelle Investoren als aktive Aktionäre</b>	436
I.	Veränderungen der Aktionariatsstrukturen und deren Folgen	436
1.	Konzentration des Aktionariats und das Problem der kollektiven Aktion	436
2.	Abbau regulatorischer Hemmnisse für aktive Aktionärsstrategien	437
3.	Sachwalterprobleme und Interessenkonflikte auf der Ebene der institutionellen Investoren	438
II.	Eine institutionentheoretische Analyse des Kontrollproblems	441
1.	Konzentration der Aktionäre und das Problem der kollektiven Aktion	441
2.	Individuelle Anreize und rationale Apathie	443

3.	Märkte für Kontrollintermediäre als institutionelle Lösung des Problems der kollektiven Aktion und der rationalen Apathie	443
4.	Tradeoff zwischen Liquidität und Überwachung	445
5.	Das ökonomische Kalkül aktiver Aktionäre	448
	a) Kein vollkommen elastisches Angebot an Aktien	448
	b) Veränderungen der Kosten aktiver Aktionärsstrategien durch das Recht	449
6.	Der Idealtypus aktiver Aktionäre	450
	a) Maximierung des Unternehmenswertes: Optimierung der internen Kapitalallokation	450
	b) Kapitalmarktpreise für Zeit und Risiko	451
	c) Irrelevanz der Zeit- und Risikopräferenzen der einzelnen Aktionäre	453
	d) Relativierung theoretischer Modelle als objektiver Standard	454
III.	Das Missbrauchspotential aktiver Aktionäre	455
	1. Verkürzung des Zeithorizonts unternehmerischer Investitionen	455
	2. Manipulationen des Gewinnstroms und der Information	456
	3. Externe Effekte zulasten anderer Stakeholders	457
	4. Interessenkonflikte zwischen Aktionären	458
	a) Heterogene Investoren	458
	b) Zeithorizont und Liquidität	458
	c) Kurzfristige Investoren als Sunshine Patriots	459
	d) Unterschiedliche Risikopräferenzen	460
	e) Private Vorteile – Umverteilungen zwischen Aktionärsgruppen	462
IV.	Eigentums- und Kontrollstrukturen und ihre Auswirkungen – Resultate empirischer Studien	464
	1. Untersuchungsgegenstand empirischer Studien – eine Übersicht	464
	2. Die Problematik einer adäquaten ökonomischen Kontrolldefinition	465
	3. Kontrolltypus und Grad der Kontrolle	466
	4. Nichtlineare Beziehung zwischen Konzentration des Aktienanteils und der Performance	467
	5. Kontrolle und unternehmensspezifische Vermögenswerte	469

6.	Aktive Aktionäre als Informationsintermediäre und Reputationsmechanismus	470
7.	Kontrolltypus und Kapitalstruktur	471
8.	Die Identität grosser Aktionäre	472
	a) Aktive und passive Blockaktionäre	472
	b) Das Abstimmungsverhalten unterschiedlicher Typen von Grossaktionären	473
	c) Problem der adversen Selektion und glaubwürdige Signale	474
	d) Unterschiede zwischen partieller und vollständiger Kontrolle	474
9.	Schlussfolgerungen	476
V.	Die Rolle aktiver Aktionäre und ihre regulatorischen Konsequenzen	478
	1. Sachwalterprobleme auf der Ebene der Unternehmen und der Ebene institutioneller Aktionäre	478
	2. Zum Zielkonflikt zwischen Kontrolle und Liquidität	479
	3. Reduktion der Kosten partieller Kontrolle (Monitoring)	481
	4. Institutionelle Schutzmechanismen gegen Vermögensverschiebungen	482
	5. Partielle Kontrolle versus Kontrollwechsel durch Unternehmensübernahmen	482
	6. Regulierungen und Kontrollprämien	485
	7. Der Typus des diversifizierten Anlegers als regulatorischer Standard	486
	8. Institutionelle Mechanismen zur Reduktion der Sachwalterkosten	487
	9. Vom Minderheitenschutz zur «good» Corporate Governance	488

## 4. Teil

### Aktive Aktionäre und neue Fragestellungen für das Recht der Publikumsaktiengesellschaft

§ 12 Institutionelle Stimmrechtsvertretung und Märkte für Stimmrechtsvertretung	493
I. Die ökonomische Struktur der institutionellen Stimmrechtsvertretung	493
1. Stimmrechtsvertretung und rationale Apathie	493
2. Institutionelle und individuelle Stimmrechtsvertretung	494
3. Empirische Untersuchungen zur institutionellen Stimmrechtsvertretung	495
4. Anreizstrukturen der Depotvertreter	496
a) Skalenerträge	496
b) Implizite Entschädigungen	497
c) Marktversagen	498
d) Eigenkapitalbeteiligungen der Banken	499
5. Auswirkungen unterschiedlicher Aktionariatsstrukturen	500
6. Anreizstrukturen der Organvertreter und unabhängigen Stimmrechtsvertreter	502
7. Grossaktionäre als individuelle Stimmrechtsvertreter	504
8. Auswirkungen auf die relative Attraktivität des Stimmrechtsmechanismus	505
II. Märkte für Stimmrechtsvertretung	506
1. Modelle der Stimmrechtsvertretung	506
2. Das Modell konkurrierender, unabhängiger Stimmrechtsvertreter	506
a) Internalisierung der Kosten der Stimmrechtsvertretung	506
b) Konkurrenz zwischen unabhängigen Stimmrechtsvertretern und Depotvertretern	509
3. Der proxy-Wettbewerb im amerikanischen Recht	510
a) Konkurrenz zwischen Organvertretern und aktiven Aktionären	510
b) Indirekter oder direkter Zugang zur Aktionärsliste	511
c) Partielle Internalisierung der Kosten	511

	d) Selektionsmechanismen gegen opportunistisches Verhalten	512
	4. Institutionentheoretische Würdigung der alternativen Marktmodelle	513
III.	Schweizerisches Aktienrecht und ein Markt der Stimmrechtsvertretung	515
	1. Realisierung auf statutarischer Grundlage	515
	2. Hindernisse statutarischer Lösungen	517
IV.	Institutionelle Varianten des Depotstimmrechts	518
	1. Übersicht	518
	2. Prozedurale Verhaltenspflichten	519
	a) Die in Art. 689d Abs. 2 OR verankerte Regel	519
	b) Die in § 135 Abs. 5 dAktG verankerte Regel	521
	c) Art. 689d Abs. 2 OR und § 135 Abs. 5 dAktG als Anpassungen an unterschiedliche Aktionariatsstrukturen	522
	3. Eingeschränkte Stimmrechtsvertretung bei gesteigerten Interessenkonflikten	522
	a) Einzelweisungen für wichtige Beschlüsse	522
	b) Einzelweisungen für Beschlüsse der eigenen Generalversammlung	524
	4. Sorgfalts- und Treuepflichten des Stimmrechtsvertreters	524
	a) Starre prozedurale Regeln versus flexible Interessenwahrung	524
	b) Anforderungen an ein Opting-Out von Art. 689d Abs. 2 OR	525
	c) Die Stimmrechtsvertretung als typische Agenturbeziehung	526
	d) Hypothetische, komplette Verträge als Referenzpunkt	527
	e) Analoge Anwendung der Vermögensverwaltungsstandards	528
	f) Maximierung des Wertes der Aktie als lückenfüllende Regel	529
	g) Grundzüge einer Sorgfalts- und Treuepflicht der Stimmrechtsvertreter	530
	h) Grenzen von Sorgfalts- und Treuepflichten bei der Depotvertretung	531
	i) Sekundärwirkungen	532

V.	Schlussfolgerungen	533
	1. Verzerrungen der institutionellen Stimmrechtsvertretungen	533
	2. Funktionsschwächen von Sorgfalts- und Treuepflichten des Stimmrechtsvertreters	533
	3. Bedingungen eines funktionierenden Marktes der Stimmrechtsvertretung	535
§ 13	<b>Kapital- und Stimmrechtsstrukturen</b>	<b>537</b>
I.	Die Problematik optimaler Kapital- und Stimmrechtsstrukturen	537
	1. Einheitsaktien versus komplexe Kapitalstrukturen	537
	2. Mögliche Zielkonflikte	538
II.	Erklärungsansätze für Stimmrechtsaktien bzw. Mehrfachstimmrechte und Höchststimmrechte	540
	1. Schutz vor Verwässerung der Kontrolle	540
	2. Informationsasymmetrien	541
	3. Schutz gegen unerwünschte bzw. «missbräuchliche» Unternehmensübernahmen	542
	4. Schutz gegen opportunistisches Aktionärsverhalten	543
	5. Kompensation für firmenspezifische Risiken	545
	6. Kompensation für Unvollkommenheiten des Stimmrechts	546
	7. Preisdifferenzierung zwischen heterogenen Aktionären	549
III.	Mehrfachstimmrechte und Aktionärsrisiken	553
	1. Private Vorteile	553
	2. Wertreduzierende Unternehmensübernahmen	554
	3. Barriere gegen wertsteigernde Unternehmensübernahmen	556
	4. Vermögensverschiebungen durch Veränderungen der Stimmrechtsstruktur	557
	5. Kompensierte und nicht kompensierte Risiken	558
	a) Stimmrechtsaktien bei Publikumsöffnung	558
	b) Nachträgliche Veränderungen der Stimmrechtsstruktur	559
	6. Abschaffung von Stimmrechtsaktien als symmetrisches Problem?	559
IV.	Resultate empirischer Studien	561

1.	Ereignisstudien über Veränderungen der Stimmrechtsstruktur	561
2.	Veränderungen der Stimmrechtsstruktur und Leveraged Buyouts als Substitute	562
3.	Charakteristiken von Firmen mit Stimmrechtsaktien	563
V.	Normative Folgerungen	564
1.	Zielkonflikte	564
2.	Gestaltungsspielräume und Schutzmechanismen	566
VI.	Rechtliche Schutzmechanismen bei Rekapitalisierungen	567
1.	Generalversammlungsbeschluss	567
a)	Doppelhürde nach Art. 704 Abs. 1 OR	567
b)	Effiziente Selbstselektion durch Aktionärsbeschlüsse?	568
c)	Statutarisches Erfordernis der Einstimmigkeit	569
2.	Dekotierung der Aktien	570
3.	(Statutarisches) Austrittsrecht (appraisal rights)	572
4.	Austrittsrecht nach Art. 32 Abs. 1 und Abs. 2 BEHG	573
5.	Finanzielle Kompensationen	575
6.	Verbot der Konversion bestehender Aktienkategorien	576
7.	Inhaltliche richterliche Überprüfung	577
a)	Sachliche Gründe	577
b)	«Schonende» Transaktionsformen	578
8.	Zum Begriff der «Einführung von Stimmrechtsaktien» gemäss Art. 704 Abs. 2 Ziff. 2 OR	579
9.	Abschaffung von Stimmrechtsaktien	582
a)	Eignung alternativer Schutzmechanismen	582
b)	Abschaffung von Stimmrechtsaktien nach Art. 704 Abs. 1 oder 654 Abs. 3 OR?	585
VII.	Stimmrechtsbegrenzungen und Gruppenklauseln	586
1.	Herkömmliche Erklärungsansätze für Stimmrechtsbegrenzungen	586
2.	Konzentration der Kontrolle durch gespaltene Höchststimmrechte	588
3.	Dekonzentration der Kontrolle	589
4.	Erhöhung der Informations- und Organisationskosten durch Gruppenklauseln	590
5.	Verwässerung des Stimmrechts durch selektive Ausnahmen von der Höchstquote	592



a)	Auslegungsvarianten der «Kann»-Formel von Art. 685d Abs. 1 OR	592
b)	Veränderungen der Stimmrechtsstruktur und private Vorteile	594
6.	Schutz gegen (heimliche) Koalitionen institutioneller Aktionäre?	595
a)	Unterschiedliche Formen der Unternehmensübernahme	595
b)	Potentiell nachteilige Folgen von stillen Übernahmen und dem Erwerb eines Kontrollpaketes	596
c)	Stimmrechtsbeschränkungen als Zwang zur Abgabe eines Übernahmeangebotes	598
d)	Opting-Out von der Angebotspflicht nach Art. 22 BEHG	599
e)	Blockaktionäre und (teilbare) private Vorteile	601
f)	Private Vorteile ohne Kontrolle	601
VIII.	Normative Folgerungen	602
1.	Mangelnde Selektivität der Stimmrechtsbegrenzungen und Gruppenklauseln	602
2.	Rechtsvergleich: Verhaltenspflichten der Blockaktionäre im US-Recht	604
3.	Deregulierungsziel: Aufwertung des Stimmrechts als Überwachungsmechanismus	606
4.	Generelle und selektive Stimmrechtsbeschränkungen	607
a)	Kontroll- und nicht kontrollbezogene Aktionärsbeschlüsse	607
b)	Generelle Stimmrechtsbegrenzungen	608
c)	Selektive Stimmrechtsbegrenzungen	610
IX.	Rechtsfolgen der Veränderung von Stimmrechtsstrukturen	612
1.	Art. 22 BEHG: Inhärente Instabilität des gewählten Übernahmeregimes	612
2.	Beurteilung alternativer Schutzmechanismen	613
a)	Richterliche Inhaltskontrolle	613
b)	«Hohe» Stimmrechtsbegrenzungen	614
c)	Qualifiziertes Mehr	614
d)	Unzulässiges Opting-Out während Übernahmeverfahren	615
e)	Zweistufiges Abstimmungsverfahren	616

X.	Realtypen von Aktionärskoalitionen	618
	1. Ambivalente Zwecke von Aktionärskoalitionen	618
	a) Einheitliche Leitung	619
	b) Stimmbindungsverträge	619
	c) Ad-hoc-Absprachen	620
	d) Ressourcenpooling	622
	e) Parallelverhalten	622
	2. Abgrenzungsprobleme	622
	3. Rechtspflichten und strategisches Verhalten	625
	4. Gemeinsame Absprachen zum Erwerb und nachträgliche Koalitionen	626
	5. Gruppenkonzept des BEHG und Angebotspflichten	626
	a) Anwendung der Gruppenklausel auf stille Unternehmensübernahmen?	626
	b) Geringes Missbrauchspotential bei stillen Unternehmensübernahmen	627
	6. Gruppenkonzept nach dem «concert-parties»-Ansatz	629
	7. Weitergehende Offenlegungspflichten?	631
	a) Offenlegung der verfolgten Absichten	631
	b) Offenlegungspflichten contra Deregulierungsbestrebungen	633
	§ 14 Zusammenfassung und Folgerungen	636
	Literaturverzeichnis	647