

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