

**Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen
Analyse des Rechts**

Band 43

**Eigentumsreform mittels
institutioneller Investoren**

**Eine rechtsökonomische Analyse
der Massenprivatisierung in Rußland
und der Tschechischen Republik**

Von

Katharina Pistor



Duncker & Humblot · Berlin

KATHARINA PISTOR

Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren

Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts

herausgegeben von

Heinz Grosseckler, Münster · Bernhard Großfeld, Münster
Klaus J. Hopt, Hamburg · Christian Kirchner, Berlin
Dieter Rückle, Trier · Reinhard H. Schmidt, Frankfurt/Main

Band 43

Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren

Eine rechtsökonomische Analyse
der Massenprivatisierung in Rußland
und der Tschechischen Republik

Von

Katharina Pistor



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Pistor, Katharina:

Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren : eine rechtsökonomische Analyse der Massenprivatisierung in Rußland und der Tschechischen Republik / von Katharina Pistor. – Berlin : Duncker und Humblot, 2000

(Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts ; Bd. 43)

Zugl.: München, Univ., Diss., 1998

ISBN 3-428-09782-3

Alle Rechte vorbehalten

© 2000 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fotoprint: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0935-5065

ISBN 3-428-09782-3

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Vorwort

Institutionelle Investoren gewinnen weltweit als Anteilseigner von Unternehmen an Bedeutung. Welche Auswirkungen dies auf die Unternehmensführungskontrolle hat und welche rechtlichen Rahmenbedingungen erfüllt sein müssen, damit diese Institutionen sich den Interessen ihrer Anleger entsprechend verhalten, ist bislang nur für entwickelte Marktwirtschaften untersucht worden. Diese Arbeit ist der Analyse institutioneller Investoren als Eigentümer privatisierter Unternehmen in Transformationsländern gewidmet. Dort wo, wie in Rußland und der tschechischen Republik, Massenprivatisierungsprogramme verwirklicht wurden, sollten diese Institutionen als Neueigentümer privatisierter Unternehmen maßgeblich an deren Umstrukturierung mitwirken. Die Praxis hat jedoch gezeigt, daß diese Eigentümer weitgehend passiv sind und zudem die Kontrolle dieser Institutionen - d.h. die Kontrolle der Kontrolleure - erhebliche Schwierigkeiten aufwirft. Die Arbeit zieht für die theoretische Analyse die Property Rights Theorie heran und stützt sich darüber hinaus auf umfangreiche rechtsvergleichende Analyse sowie auf empirische Daten aus den genannten Ländern.

Die Arbeit hat im Sommersemester 1998 der juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation vorgelegen. Die mündliche Doktorprüfung fand am 23. Juli 1998 statt. Literatur und Rechtsentwicklung konnten bis zum Ende des Jahres 1998 berücksichtigt werden.

An dieser Stelle möchte ich allen danken, die direkt zur Entstehung dieser Arbeit beigetragen haben. Allen voran Professor Dr. Dr. dres. h.c. Klaus J. Hopt, der diese Arbeit betreut hat. Er hat großes Verständnis dafür gezeigt, daß ich mich während der Entstehung dieser Arbeit in den USA aufgehalten habe und hat die zusätzlichen Mühen einer Fernbetreuung auf sich genommen. Mein Dank gilt auch Herrn Professor Dr. Dr. Dieter Pfaff, der die Arbeit als Zweitkorrektor in kürzester Zeit begutachtet hat.

Die Arbeit wäre in dieser Form ohne die empirische Erhebung der russischen Investmentprivatisierungsfonds, die ich gemeinsam mit den Professoren Roman Frydman von der ökonomischen Fakultät der New York University und Andrzej Rapaczynski von der Columbia Law School in New York im Sommer 1994 durchgeführt habe, nicht möglich gewesen. Sie haben wesentlich zur Konzeption der Erhebung beigetragen und mich sowohl persönlich als auch finanziell mit den Mitteln des Central European University (CEU) Privatization

Project, dem ebenfalls mein Dank gilt, großzügig unterstützt. Für editorische Arbeiten am Manuskript danke ich Frau Christel Kremer.

Hamburg, im Februar 1999

Katharina Pistor

Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung	19
1. Privatisierung als Rechtsreform	19
2. Theoretische Grundlagen	24
3. Rechtsvergleichende Analyse	25
4. Aufbau der Arbeit	27
II. Funktion und Grundelemente der Privatisierung	29
1. Privatisierungsverfahren	29
2. Grundelemente der Massenprivatisierung	31
3. Massenprivatisierung in Rußland	35
4. Institutionelle Investoren in Rußland	44
5. Massenprivatisierung in der Tschechischen Republik	46
6. Institutionelle Investoren in der tschechischen Republik	53
7. Zusammenfassung	56
III. Theoretische Grundlagen	58
1. Ökonomische Analyse des Rechts	59
2. Alternative ökonomische Theorien und Rechtsanalyse	61
a) Transaktionskostenökonomie	62
b) Vertragstheorie	63
c) Property Rights Theorie	64
3. Grundlagen und Entwicklung der Property Rights Theorie	66
4. Anwendbarkeit der Property Rights Theorie auf Unternehmen	70
a) Unternehmenstheorie	70
b) Anwendung der Unternehmenstheorie auf Aktiengesellschaften	77
5. Anwendbarkeit der Property Rights Theorie auf Eigentumssubjekte	80
6. Zusammenfassung	83

IV. Die Rechte der Aktionäre – eine Property Rights Analyse	84
1. Property Rights Theorie und Aktienrecht	84
2. Das Verhältnis von Aktienrecht und Kapitalmarktrecht	88
3. Inhalt und Umfang der property rights der Aktionäre	92
a) Kontrollrechte	95
(1) Organisation	95
(2) Handlungsmaxime	96
(3) Gleichbehandlungsgrundsatz	96
(4) Partizipation	97
(5) Stimmrechte	97
(6) Bezugsrechte	98
(7) Minderheitenrechte	98
(8) Informationsrechte	99
(9) Anfechtungs- und Klagerechte	99
b) Verfügungsrechte	100
(1) Verfügungsfreiheit	100
(2) Stimmrechte bei Kontrolltransaktionen	101
(3) Informations- und Bewertungsrechte	102
c) Vermögensrechte	102
(1) Beteiligung an Wertzuwachs	102
(2) Informations- und Bewertungsrechte	103
d) Systematisierung der property rights der Aktionäre	104
4. Zusammenfassung	107
V. Property rights der Aktionäre im deutschen Recht	109
1. Organisation	110
2. Kontrollrechte	113
a) Handlungsmaxime	113
b) Gleichbehandlungsgrundsatz	116
c) Partizipation	118
d) Stimmrechte	122
e) Bezugsrecht	125
f) Minderheitenrechte	126

g) Informationsrechte	127
h) Anfechtungs- und Klagerechte	130
3. Verfügungsrechte	134
a) Verfügungsfreiheit	134
b) Stimmrechte bei Kontrolltransaktionen	135
c) Informations- und Bewertungsrechte	140
4. Vermögensrechte	141
a) Beteiligung an Liquidationswert und Wertzuwachs	141
b) Informations- und Bewertungsrechte	142
5. Zusammenfassung	143
VI. Property rights der Aktionäre im amerikanischen Recht	145
1. Organisation	147
2. Kontrollrechte	149
a) Handlungsmaxime	149
b) Gleichbehandlungsgrundsatz	152
c) Partizipation	153
d) Stimmrechte	153
e) Bezugsrechte	155
f) Minderheitenrechte	156
g) Informationsrechte	156
h) Anfechtungs- und Klagerechte	158
3. Verfügungsrechte	160
a) Verfügungsfreiheit	160
b) Stimmrechte bei Kontrolltransaktionen	161
c) Informations- und Bewertungsrechte	166
4. Vermögensrechte	167
a) Teilhabe an Wertzuwachs	167
b) Informations- und Bewertungsrechte	169
5. Zusammenfassung	169
VII. Vergleichende Analyse und Implikationen für Transformationsländer ...	172
1. Property rights der Aktionäre nach deutschem und amerikanischem Recht	173
2. Die Funktion staatlichen Rechts für die Bestimmung von property rights	177

3. Aufgabe des Gesellschaftsrechts in Transformationsländern	181
a) Organisation	183
b) Handlungsmaxime	183
c) Partizipation	184
d) Stimmrechte	184
4. Zusammenfassung	185
VIII. Institutionelle Investoren als Unternehmenseigentümer	187
1. Institutionelle Investoren und Unternehmensführungskontrolle	188
a) Der derzeitige Diskussionsstand	190
b) Property rights Analyse institutioneller Investoren	195
c) Das Verhalten institutioneller Investoren im Ländervergleich	200
2. Implikationen für eine Eigentumsreform mittels institutioneller In- vestoren	204
3. Zusammenfassung	206
IX. Die Kontrolle der Kontrolleure	207
1. Regelungsstandards im Rechtsvergleich	207
2. Rechtliche Organisation	211
a) Gesellschaftsform	212
b) Vertragsform	212
c) Trustform	213
3. Verwahrung des Anlagevermögens	214
4. Zugangsvoraussetzungen	217
5. Staatliche Aufsicht	219
6. Bewertungsregeln	223
7. Investitions- und Finanzierungsregeln	225
8. Publizitätspflichten	229
9. Anlegerrechte	230
10. Zusammenfassung	234
X. Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren in Rußland	236
1. Rechtliche Rahmenbedingungen für Aktionäre	236
a) Organisation	242