

---

## Fachbereich Rechtswissenschaft

### Arbeitspapier Nr. 21/2016

---

#### Vom Rheinischen Kapitalismus zum Kapitalmarktrecht (und wieder zurück?)

*Tobias Tröger\**

**Erscheint in:** Thomas Duve/Stefan Ruppert (Hrsg.), Rechtswissenschaft in der Berliner Republik, 2017.

**Zitiervorschlag:** Tröger, Vom Rheinischen Kapitalismus zum Kapitalmarktrecht (und wieder zurück?), Arbeitspapier des Fachbereichs Rechtswissenschaft der Goethe-Universität Frankfurt/M. Nr. 21/2016, Rn.

**Zusammenfassung:** Das Kapitalmarktrecht entwickelt sich in der Berliner Republik zu einem voll integrierten Kernbestandteil des unternehmensrechtlichen Diskurses in der Rechtswissenschaft, während es in den vorausgehenden Dekaden primär eine in den normativen Grundlagen wenig durchdrungene Praktikermaterie darstellte. Das vorliegende Essay versucht eine Erklärung für diese Beobachtung zu skizzieren, die auf einem breiten Jurisdiktionen und Nationalökonomien übergreifenden Kontext beruht, der mit den Schlagworten Europäisierung und Globalisierung nur platt und unscharf umschrieben ist. Dabei geht es einerseits um eine Ausweichbewegung deutscher Unternehmen, die mit einer verstärkten Kapitalmarktorientierung eine Klemme in der Unternehmensfinanzierung zu lösen, die durch den Rückzug der vom globalen Wettbewerb erfassten Finanzindustrie aus derselben ausgelöst wurde. Auf der anderen Seite findet in der Altersvorsorge eine Abkehr von Umverteilungssystemen und eine Hinwendung zur kapitalbasierten Vorsorge statt, durch die nicht nur mehr Kapital für Investitionen statt für Konsum zur Verfügung steht, sondern auch die Interessen der Mittelschicht in vielerlei Hinsicht stärker von einer anlegerorientierten Regelung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht abhängen, als von einer Arbeitnehmerorientierung im Unternehmensrecht.

---

\* Professor für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Rechtstheorie an der Goethe-Universität Frankfurt am Main, LOEWE-Zentrum Sustainable Architecture for Finance in Europe (SAFE). Assoziierter Professor am Institute of Monetary and Financial Stability (IMFS).

## I. Einleitung

- 1 Das Kapitalmarktrecht entwickelt sich in der Berliner Republik zu einem voll integrierten Kernbestandteil des unternehmensrechtlichen Diskurses in der Rechtswissenschaft, während es in den vorausgehenden Dekaden primär eine in den normativen Grundlagen wenig durchdrungene<sup>1</sup> Praktikermaterie darstellte. Das vorliegende Kapitel versucht eine Erklärung für diese Beobachtung zu skizzieren, die zwar auch mit den sozio-ökonomischen und politischen Entwicklungen in der Berliner Republik zusammenhängt, in wichtigen Teilen aber auf einem breiteren, Jurisdiktionen und Nationalökonomien übergreifenden Kontext beruht, der mit den Schlagworten Europäisierung und Globalisierung nur platt und unscharf umschrieben ist. Immerhin prägen die genannten Komponenten den rechtswissenschaftlichen Diskurs der letzten 25 Jahre durchgängig, stellen also eine die Rechtswissenschaft der Berliner Republik charakterisierende Gemeinsamkeit dar,<sup>2</sup> deren gebietsspezifischer Facettenreichtum aber nicht übersehen werden darf. Um eben dieses idiosynkratische Zusammenspiel nationaler und pan-europäischer (globaler) Phänomene im Unternehmensrecht und den daraus resultierenden Aufstieg eines Gegenstands rechtswissenschaftlicher Forschung geht es im Folgenden. Festzuhalten ist aber schon an dieser Stelle, dass der Hauptstadtwechsel als solcher für das hier betrachtete Rechtsgebiet irrelevant bleibt und eine Entwicklung beschrieben wird, die noch in der Bonner Republik ihren Anfang nimmt, nach der deutschen Einheit weiter an Fahrt gewinnt und durch die immer engere Integration der EU vor allem in ihrem „Wie“ geprägt wird.
  
- 2 Zur Annäherung sollen zunächst die verwendeten, wirtschaftshistorischen Begrifflichkeiten geklärt und ihre Charakteristika mit speziellem Blick auf die deutsche Volkswirtschaft und Rechtsordnung herausgearbeitet werden (unten B). Vor diesem Hintergrund wird die Entwicklung des Unternehmensrechts und der dort zu beobachtende Aufstieg des Kapitalmarktrechts eingeordnet (unten C). Eine engere Verklammerung der deskriptiven Befunde soll mit einer Kausalitätsbetrachtung erreicht

---

<sup>1</sup> Vgl. aber z.B. auch die vordenkende Habilitationsschrift von HOPT (1975).

<sup>2</sup> Siehe dazu auch die Beiträge von ■■■ in diesem Band.

werden (unten D). Gezeigt wird aber auch, dass mit der Entwicklung keine Entpolitisierung des Unternehmensrechts einhergeht, wie es auf den ersten Blick scheinen mag, sodass die abschließende Erkenntnis nicht verwundert, dass kein durch Marktkräfte unvermeidbar befördertes „Ende der Geschichte“ im Unternehmensrecht<sup>3</sup> erreicht wurde (unten E).

## II. Begriffsklärung und Charakteristika

- 3 Der Aufstieg des Kapitalmarktrechts wird im Titel dieses Kapitels als Ablösung des (kapitalmarktfernen) Rheinischen Kapitalismus eingeführt. Jedenfalls im Verhältnis Bonner zu Berliner Republik geht es daher nicht um einen fundamentalen Systemumbruch in der volkswirtschaftlichen Produktions- und Absatzorganisation, sondern um einen Übergang zwischen den Varianten marktwirtschaftlicher Wirtschaftsordnungen (unten I), deren Charakteristika soweit themenrelevant kurz gegenübergestellt werden sollen (unten II)).

### A. Zwei Varianten der Marktwirtschaft

- 4 Der Begriff des „Rheinischen Kapitalismus“ wird erst nach dem Ende der Bonner Republik von *Michel Albert* geprägt,<sup>4</sup> einem katholischen französischen Ökonomen, der neben einer erfolgreichen Karriere in der Versicherungswirtschaft, auch seinen publizistischen Neigungen nachging. Er dient v.a. der Abgrenzung zur angelsächsischen Variante marktwirtschaftlicher Ressourcenallokation des späteren 20. Jahrhunderts, den „Reagonomics“ und dem „Thatcherism“ mit den Ikonen *Friedrich August von Hayek* und *Milton Friedman*. Die Begrifflichkeit hat sich im internationalen Diskurs allerdings nicht durchgesetzt. In diesem wird häufiger das Begriffspaar „Liberale Marktwirtschaft“ („Liberal Market Economy“) und „Koordinierte Marktwirtschaft“ („Coordinated Market Economy“) verwendet.<sup>5</sup> Soweit es allerdings um eine plastische Verdeutlichung von Systemunterschieden und die in diesem Koordinatensystem

---

<sup>3</sup> Hierzu die berühmte, auch mit den sozio-ökonomischen Umwälzungen der post-kommunistischen Ära zusammenhängende Hypothese von HANSMANN/KRAAKMAN (2001).

<sup>4</sup> Vgl. ALBERT (1991).

<sup>5</sup> Erstmals verwendet von HALL/SOSKICE (2001).

stattfindenden Verschiebungen in der Rechtswissenschaft geht, erscheint die entwickelte Matrix durchaus gut geeignet.

## **B. Wesentliche Merkmale des rheinischen Kapitalismus und der „Deutschland AG“**

- 5 Die herausgearbeiteten Unterschiede zwischen den Kapitalismusvarianten betreffen die Produktionsorganisation, das Finanzsystem, die sozialen Ausgleichssysteme und den gesellschaftlichen Konsens darüber, ob und inwieweit Güter handelbar sind.
- 6 Für die hier im Mittelpunkt stehenden Entwicklungen erscheint von besonderer Bedeutung, dass Unternehmen im angelsächsischen Modell eine Ware wie jede andere darstellen, während sie im rheinischen Kapitalismus auch mit Attributen des Gemeineigentums ausgestattet und daher nur bedingt handelbar sind. Eng verknüpft mit dieser investorenzentrierten Sicht auf das Unternehmen ist der im angelsächsischen Modell postulierte Vorrang der Anteilseignerinteressen (shareholder primacy-Modell<sup>6</sup>), dem im rheinischen Kapitalismus ein stakeholder-Ansatz gegenübersteht, bei dem die Macht zwischen Anteilseignern und anderen Interessengruppen, v.a. den Arbeitnehmern, auch durch entsprechende Zielfunktionen für das Management ausbalanciert ist.<sup>7</sup> Schon an dieser Stelle ist aber festzuhalten, dass der U.S.-amerikanische Prototyp dieses Anlegerkapitalismus (investor capitalism) ein Produkt der 1970er und 80er Jahre ist, der die bis dahin dominierende Spielart eines managerdominierten Kapitalismus (managerial capitalism) ablöste,<sup>8</sup> die ihrerseits wiederum nur ein Zwischenergebnis in der Debatte um die normativ zutreffende Ausrichtung des Unternehmensrechts darstellte.<sup>9</sup> Insoweit sind v.a. die sozio-ökonomischen Gründe,<sup>10</sup> die hinter diesem Paradigmenwechsel stehen, von hoher

---

<sup>6</sup> Vgl. z.B. SHARFMAN (2013); STRINE, JR. (2012).

<sup>7</sup> Überwiegend wird dem deutschen AktG in diesem Sinne eine „interessenplurale Zielkonzeption“ unterstellt, vgl. unten Fn. 33. Zur – von der Autorin freilich nicht geteilten – U.S.-amerikanischen Sicht auf dieses Modell STOUT (2005) 1445: „[U]ntil very recently, the idea that directors might show concern for stakeholders has been associated mostly with sandals-wearing activists“.

<sup>8</sup> Vgl. eingehend GELTER (2013) 915-21; auch HANSMANN/KRAAKMAN (2001) 444.

<sup>9</sup> In dieser wurden zumindest in den 1930er Jahren auch stakeholder- bzw. gemeinwohlorientierte Positionen prominent vertreten, wie die berühmte Kontroverse zwischen DODD, JR. (1932) 1147-8 und BERLE, JR (1931) (1932) 1366-7 belegt.

<sup>10</sup> Daneben stehen rein funktional-effizienz-basierte Erklärungen, die in der Durchsetzung des shareholder

Bedeutung, weil sie als Folge der Öffnung der Finanzmärkte Auswirkungen über die Grenzen der Vereinigten Staaten hinaus haben.<sup>11</sup> Dies nicht zuletzt deshalb, weil auch die intellektuelle Unterfütterung der Entwicklungen durch Erkenntnisse in den Wirtschaftswissenschaften die Ausbildung der kommenden Unternehmensführer (und letztlich auch der Spitzenbeamten der Ministerialbürokratie) beeinflusste.<sup>12</sup>

- 7 Das Finanzsystem, also der Teil der Volkswirtschaft der für die Transformation von Liquidität in produktives Kapital sorgt, ist im angelsächsischen Modell auf öffentliche Kapitalmärkte, im rheinischen Kapitalismus auf Banken ausgerichtet.<sup>13</sup> Vergleichende Statistiken zeigen folgerichtig, dass der deutsche Unternehmenssektor deutlich weniger börsennotierte Gesellschaften aufweist als derjenige der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs.<sup>14</sup> Als eine weitere Konsequenz der zumindest in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts zu beobachtenden geringeren Liquidität und Tiefe der kontinentaleuropäischen Kapitalmärkte,<sup>15</sup> die einen Verkauf großer Blöcke an Kleinaktionäre erschwert, dominierten Großaktionäre die Anteilseignerstrukturen: Im Vergleich zu anglo-amerikanischen Unternehmen verfügten deutsche Gesellschaften historisch deutlich häufiger über Blockaktionäre mit maßgeblichem Einfluss.<sup>16</sup> Empirische Untersuchungen zeigten, dass mehr als die Hälfte der untersuchten Unternehmen einen Gesellschafter aufwies, der mehr als 50 % des Grundkapitals hielt.<sup>17</sup> In den Hauptversammlungen börsennotierter Gesellschaften hielten Blockaktionäre mit geringeren Beteiligungen aufgrund der tatsächlichen Präsenzen und der sich daraus ergebenden relativen Stimmrechtsverhältnisse eine effektive Mehrheit

---

primacy Modells einen evolutorischen Prozess sehen, in dem sich das (wirtschafts-)wissenschaftlich am überzeugendsten begründete Modell durchsetzt, vgl. KHURANA (2010) 313-7; ROMANO (2005) 343-6; DAVIS (2011) 1127-30. Ganz ähnlich, aber deutlich über die U.S.-Entwicklung hinausweisend HANSMANN/KRAAKMAN (2001) 449: shareholder primacy setzt sich "Kraft Logik" durch; Zweifel an der sachnatürlichen Überlegenheit des U.S.-amerikanischen Regimes bei ROE (1994).

<sup>11</sup> Dazu eingehend unten D.II).

<sup>12</sup> DAVIS (2009) 87-93; KHURANA (2010) 297-305; HANSMANN/KRAAKMAN (2001) 440-1. Exemplarisch spricht BAINBRIDGE (1996) 717 von vollständiger Internalisierung der "shareholder wealth maximization norm".

<sup>13</sup> Kontroverse Bewertung der (relativen) Effizienz des bankzentrierten europäischen Systems der Unternehmensfinanzierung bei EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (2014).

<sup>14</sup> CHEFFINS (2001) 499-500.

<sup>15</sup> Zur anders gelagerten Situation v.a. vor dem ersten Weltkrieg RAJAN/ZINGALES (2003).

<sup>16</sup> Vgl. insbesondere BECHT/RÖELL (1999).

<sup>17</sup> EDWARDS/NIBLER (2000); FRANKS/MAYER (2001). Weitere, die Konzentration von Stimmrechtsmacht in

von 54,84 %.<sup>18</sup> Neben Banken, Versicherungen und dem Staat zählten v.a. Familien zu den wichtigsten Kontrollaktionären in börsennotierten Gesellschaften.<sup>19</sup> Zudem waren enge Überkreuzverflechtungen ein Markenzeichen der Deutschland AG,<sup>20</sup> die nicht selten durch Überschneidungen in der Unternehmensleitung und den Kundenbeziehungen verstärkt wurden.<sup>21</sup> In ihnen zeigen sich Nachkriegsbestrebungen, die Volkswirtschaft insgesamt zu stabilisieren und ihr möglichst breitenwirksame Wachstumsimpulse geben zu können.

- 8 Als funktional zu erwartender Ausgleich für die geringere Bedeutung des Kapitalmarkts,<sup>22</sup> kam großen und mächtigen Universalbanken – zumindest im hier interessierenden Zeitraum – in allen Bereichen der Unternehmensfinanzierung eine bestimmende Rolle zu.<sup>23</sup> Enge Verflechtungen zwischen Banken und Unternehmen kennzeichnen den rheinischen Kapitalismus, insbesondere in Form der Beziehungen der Unternehmen zu einer Hausbank. Zu beachten ist freilich, dass deutsche Banken auch während der Hochphase der „Deutschland AG“ in der Regel nur relative kleine Blöcke, allerdings in fast allen bedeutenden Unternehmen des Landes hielten. Diese Portfolioinvestitionen lassen sich als Diversifikationsstrategie deuten, d.h. eine Art Versicherung gegen unternehmensspezifische Risiken ( $\alpha$ ). In der Konsequenz waren die Banken aber an einem Erfolg ihres Gesamtportfolios ( $\beta$ ) und damit der Volkswirtschaft insgesamt interessiert, weshalb dem Bankeneinfluss zum Teil eine stabilisierende Wirkung beigemessen wird.<sup>24</sup> Unabhängig von dieser Deutung kam den Banken jedenfalls eine starke Rolle in der Unternehmensführung und –kontrolle deutscher Aktiengesellschaften zu, weil sie ihr Depotstimmrecht als Machtverstärkung nutzen konnten. So traten zu den in einer Studie von den untersuchten Banken durchschnittlich gehaltenen 6,7 % Stammaktien weitere 8,5 % Depotstimmrechte

---

Deutschland zu diesem Zeitpunkt belegende Daten bei BECHT/BOEHMER (2001) (2003).

<sup>18</sup> EDWARDS/WEICHENRIEDER (1999) 16.

<sup>19</sup> FACCIO/LANG (2002); BOEHMER (2002); PRIGGE (1998) 974-78.

<sup>20</sup> HÖPNER/KREMPEL (2004) 341.

<sup>21</sup> WINDOLF/NOLLERT (2001); FOHLIN (2005).

<sup>22</sup> Zur Ergänzung von markt- und bankbasierter Unternehmensfinanzierung im Gleichgewicht grundlegend MERTON/BODIE (1995).

<sup>23</sup> Elsas (2004); Hackethal/Schmidt/Tyrell (2006).

<sup>24</sup> RINGE (2014) 11.

hinzu.<sup>25</sup> Diese Machtposition versuchten Banken dazu zu nutzen, Aufsichtsratsmitglieder ihrer Wahl in Gesellschaften bestellen zu lassen, in die sie investiert hatten. Dies eröffnete den Zugang zu Informationen, reduzierte Unsicherheiten über den Kreditnehmer und verstärkte die enge Beziehung zwischen Bank und Unternehmen.<sup>26</sup>

### III. Rechtswissenschaft

#### A. Institutionen des rheinischen Kapitalismus und Wissenschaft (Unternehmensrecht)

- 9 Die Institutionen der Bonner Republik und der rechtswissenschaftliche Diskurs über diese reflektieren im Wesentlichen die Charakteristika des rheinischen Kapitalismus und die beschriebenen Rechtstatsachen.
- 10 So stehen im deutschen Aktienrecht zumindest seit 1965 große, die Kontrolle über die Geschäftsführung ausübende Gesellschafter im Zentrum der Regelungen und des darauf bezogenen, dogmatischen Diskurses.<sup>27</sup> Dies zeigt sich zum einen am kodifizierten Konzernrecht der §§ 291 ff. AktG, das im internationalen Vergleich zwar eine Sonderstellung einnimmt,<sup>28</sup> im nationalen Diskurs aber lange zu den am eingehendsten und tiefeschürfundsten behandelten Materien zählte. Zum anderen ist in diesem Kontext auch die Treuebindung der Aktionäre zu nennen, die zwar auch im angelsächsischen Gesellschaftsrecht begegnet,<sup>29</sup> im deutschen Aktienrecht aber in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts zentral mit der Begründung gerechtfertigt wurden, primär ein Korrektiv zum weitreichenden Einfluss der Mehrheitsgesellschafter auf die Unternehmensführung und die Interessen der Minderheit zu bilden.<sup>30</sup> Dieser Fokus des deutschen Aktienrechts und der auf dieses bezogenen Wissenschaft ist für das Thema

---

<sup>25</sup> EDWARDS/NIBLER (2000).

<sup>26</sup> MAYER (1988).

<sup>27</sup> Zu diesem Befund aus der angelsächsischen Außenperspektive CHEFFINS (2001) 497.

<sup>28</sup> Rechtsvergleichende Überblicke bei EUROPEAN MODEL COMPANY ACT (2013) 3-4; HOPT (2011) 45.

<sup>29</sup> Zu den *fiduciary duties* im Gesellschaftsrecht von Delaware nur Smith v. van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985); In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996), wo die Sorgfalts- und Überwachungspflicht des Managements im Aktionärsinteresse beschrieben wird; siehe aber auch Sinclair Oil Corp. v. Levien 280 A.2d 717 (Del. 1971) zum Mehrheits-/Minderheitskonflikt.

dieses Beitrags deshalb von großer Bedeutung, weil in der Konsequenz der Agentur-Konflikt zwischen Gesellschaftern (Investoren) und Management im deutschen Recht lange Zeit weniger prononciert adressiert wurde.<sup>31</sup> Dies steht im Gegensatz zum anglo-amerikanischen Gesellschaftsrecht, dessen Hauptziel in der Lösung gerade dieses Konflikts gesehen wird.<sup>32</sup>

- 11 Der Aktionär wird primär gedacht als Mitglied eines Verbands, dessen Ziel zumindest auch die Bedienung der Interessen von Arbeitnehmern und der Allgemeinheit ist. Dem Vorstand obliegt es, die Interessen der verschiedenen Gruppen nach eigenem Ermessen zu orchestrieren.<sup>33</sup> Dies kommt zunächst darin zum Ausdruck, dass er sich bei seiner Leitungstätigkeit nicht ausschließlich am Interesse der Aktionäre, sondern am weitere Stakeholder einbeziehenden Unternehmensinteresse zu orientieren hat.<sup>34</sup> Die deutlichste Ausprägung findet die Gemeinwohlorientierung der Aktiengesellschaft aber in der (paritätischen) Unternehmensmitbestimmung, in der die erwünschte Teilhabe der Arbeitnehmer an der Unternehmensführung und -kontrolle ihren kompetenziellen Niederschlag findet.<sup>35</sup>

---

<sup>30</sup> Grundlegend für diese Sicht ZÖLLNER (1963) 462-463.

<sup>31</sup> BAUMS/SCOTT (2005) 40; vgl. aber auch bereits RATHENAU (1917), S. 141 ff., dessen Problemsicht die heute als Standardreferenz zitierte Arbeit von BERLE, JR./MEANS (1932), beeinflusste (vgl. dort das Zitat auf S. 352), NÖRR (2008) 141.

<sup>32</sup> Exemplarisch für diese Sicht, die durch die Arbeit von BERLE, JR./MEANS (1932) geprägt und von JENSEN/MECKLING (1976) eine überaus wirkmächtige Formalisierung erfahren hat, z.B. KAHAN/KAMAR (2002) 681.

<sup>33</sup> Dies galt nach dem Verständnis des Gesetzgebers unabhängig davon, dass die nationalsozialistische Gemeinwohlformel des § 70 AktG 1937 in der Reform von 1965 gestrichen wurde, vgl. deutlich den Bericht des Rechtsausschusses des Bundestags, abgedruckt bei KROPF (1965) 98. Zur Sicht der heute h.M. HÜFFER (2005) 163 f.; KORT (2012).

<sup>34</sup> In der Rechtswissenschaft wurden freilich seit jeher prominent Gegenkonzeptionen vertreten, die eine Ausrichtung der Leitungstätigkeit allein am verbandsbezogenen Aktionärsinteresse (Gesellschaftsinteresse) forderten und insofern dem angelsächsischen Modell nahe stehen, z.B. ZÖLLNER (1963) S. 23 ff.; generelle Skepsis gegenüber operablen, inhaltlichen Vorgaben für das Leitungsermessen des Vorstands, GROßMANN (1980) 61 ff.; BRINKMANN, (1983) 23 ff.; für Marktwertmaximierung im Aktionärsinteresse nach dem rein investorenorientierten shareholder value-Ansatz für das deutsche Recht, z.B. MÜLBERT (2005) 424 ff.

<sup>35</sup> Dies gilt unabhängig davon, dass neben den auf Verteilungsgerechtigkeit rekurrierenden Legitimationsansätzen, in der Literatur rein effizienzbasierte Begründungen für die Mitbestimmungen begegnen. Diese transaktionskostenökonomischen Ansätze betonen das für die langfristige Gewinnerzielung zentrale Interesse (der Aktionäre), unternehmensspezifische Investitionen in Humankapital anzureizen, die erst durch eine glaubwürdige Beschränkung der Ausbeutungsmöglichkeiten ex post (hold-up) ermöglicht werden, vgl. v.a. BLAIR/STOUT (1999) 288-9; STOUT (2007) 795-7. Es geht somit um eine Konzeption des (wohlverstandenen) Aktionärsinteresses, die vom hier (oben B. I)) prototypisch verstandenen, anglo-amerikanischen Modell der klassischen

- 12 Schließlich ist das deutsche Aktienrecht durch einen ausgeprägten gesetzlichen Schutz von (Groß-)Gläubigern charakterisiert. Diese werden durch ein gesetzliches Mindestkapital und v.a. durch die von Rechtsprechung und Lehre zu einem hochdifferenzierten Normengeflecht ausgebauten Grundsätze der realen Kapitalaufbringung und –erhaltung gesichert.
- 13 Demgegenüber war die Rechtstellung von Investoren auf öffentlichen Kapitalmärkten allenfalls rudimentär ausgebildet und wurde lange Zeit im rechtswissenschaftlichen Schrifttum stiefmütterlich behandelt. Zentrale Institute des Anlegerschutzes mussten aus dem allgemeinen Zivilrecht entwickelt werden,<sup>36</sup> ohne dass die Rechtsfortbildung in der Literatur breit vorgespurt gewesen oder sofort vielstimmig kritisch begleitet worden wäre. Typische anlegerorientierte Schutzinstitutionen des Kapitalmarkts existierten zudem nicht; die auf sie bezogenen Normkomplexe stellten im Wesentlichen auch von der Wissenschaft wenig beachtetes, totes Recht dar. Dies gilt vor allem für den Markt für Unternehmenskontrolle, der aus neoklassischer Sicht ein wichtiges Korrektiv zu opportunistischem Verhaltensanreizen des Managements darstellt.<sup>37</sup> Ein solcher war aufgrund der Anteilseignerkonzentration und der bestehenden Überkreuzverflechtungen in der Deutschland-AG de facto nicht existent, sodass eine ausgreifende Regulierung (feindlicher) Unternehmensübernahmen überflüssig schien. Hierdurch blieben die außenstehenden Anteilseigner aber auch in ausgehandelten Blockübertragungen weitgehend schutzlos.<sup>38</sup> Auf Investorenschutz zielende Selbstregulierungen fehlte die Akzeptanz der Emittenten.<sup>39</sup>

---

shareholder-primacy abweicht. Letzteres generiere zwar kurzfristig – im Investoreninteresse – erfolgreiche Unternehmen, reduziere aber die Bereitschaft anderer Interessengruppen (nicht nur der Arbeitnehmer), unternehmensspezifisches Kapital zu bilden und schränke somit die Wachstumsaussichten der Volkswirtschaft in einer der Tragödie der Almende vergleichbaren Weise ein, STOUT (2012) 52-4, 86, 91.

<sup>36</sup> Vgl. z.B. BGH Urt. v. 16.11.1978 – II ZR 94/77, BGHZ 72, 382, 388: Prospekthaftung als Haftung für typisiertes Vertrauen; BGH Urt. v. 19.7.2004 – II ZR 218/03; II ZR 217/03; II ZR 402/02, BGHZ 160, 134: Kapitalmarktinformationshaftung nach § 826 BGB.

<sup>37</sup> Grundlegend hierzu MANNE (1965); GROSSMAN/HART (1980).

<sup>38</sup> Zur Rechtslage vgl. ASSMANN/BASALDUA/BOZENHARDT/PELZER (1990).

<sup>39</sup> Zum Misserfolg des deutschen Übernahmekodex und der ihm vorausgehenden Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote LETZEL (2001).

14 Betrachtet man die auf diese Institutionen bezogene Unternehmensrechtswissenschaft, fällt zunächst der rein dogmatische, primär national fokussierte Charakter ihrer Hauptströmungen auf. Im Zentrum steht die systematisch stringente Entfaltung des kapitalbasierten Gläubigerschutzsystems<sup>40</sup> und die Lösung innerverbandlicher Interessenkonflikte zwischen Anteilseignern im Unternehmensverbund.<sup>41</sup> Die (rechts-)politische Dimension gerade auch der interpretierenden Auseinandersetzung mit dem geltenden Recht kommt demgegenüber vor allem dort zum Tragen, wo es um die verbandsrechtlichen Institute zur Sicherung von Arbeitnehmerinteressen geht,<sup>42</sup> wobei auffällt, dass führende Protagonisten des Unternehmensrechts sowohl das Arbeits- als auch das Gesellschaftsrecht gleichberechtigt in ihrer Forschung vertraten.<sup>43</sup>

### **B. Barbaren vor den Toren? – Aufschwung des Kapitalmarktrechts und Veränderung der Rechtswissenschaft**

15 Der positive Rahmen, in dem deutsche Unternehmen operieren, wird spätestens ab Mitte der 1990er Jahre stärker auf die Bedürfnisse von Investoren an öffentlichen Kapitalmärkten zugeschnitten, die Aktiengesellschaft sehr viel stärker als um die knappe Ressource Kapital auf globalen Finanzmärkten bulender Emittent von Effekten (Aktien, Anleihen) gedacht.

16 Die zentralen Absatzbewegungen vom tradierten Modell erfolgen mit der Verabschiedung des UmwG im Jahr 1994,<sup>44</sup> das die Umstrukturierungen deutscher Unternehmen erleichterte<sup>45</sup> und im hier interessierenden Kontext insbesondere die von internationalen Investoren geforderte Konzentration auf das Kerngeschäft ermöglichte,

---

<sup>40</sup> Exemplarisch genannt sie die komplexen dogmatischen Konstruktionen um eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen (siehe nur den Überblick bei GOETTE (1998)) oder verdeckte Gewinnausschüttungen (hier nur TRIES (1991)).

<sup>41</sup> Hierzu gehört v.a. auch der Streit um die Ziele des Konzernrechts, das entweder als reines Schutzrecht zugunsten der Minderheit interpretiert (grundlegend dafür im deutschsprachigen Schrifttum ZÖLLNER (1963)), oder aber als integrationserleichterndes Organisationsrecht des Unternehmensverbunds gesehen wird (für letzteres exemplarisch HOMMELHOFF (1982)).

<sup>42</sup> Dies gilt offensichtlich für die verfassungsrechtliche Kontroverse um die Grundgesetzkonformität der paritätischen Mitbestimmung, z.B. SCHWERDTFEGER (1972), BADURA (1974); RAISER (1975) einerseits, KÜBLER/SCHMIDT/SIMITIS (1978) andererseits.

<sup>43</sup> Dies gilt v.a. für GOETZ HUECK, HERBERT WIEDEMANN und WOLFGANG ZÖLLNER.

<sup>44</sup> Umwandlungsgesetz vom 28.10.1994, BGBl. I S. 3210.

<sup>45</sup> Zu Zielsetzung und Instrumenten NEYE (1994).

da die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen für einen Verkauf unprofitabler Geschäftszweige nunmehr rasch geschaffen werden konnten. Das ebenfalls 1994 verabschiedete WpHG<sup>46</sup> bringt eine umfassende, auf die Bedürfnisse von Anlegern mit geringen Beteiligungen zugeschnittene Regelung von Investitionen über den öffentlichen Kapitalmarkt (Insiderhandelsverbot, ad hoc-Publizität, Beteiligungstransparenz) und eine Stärkung der öffentlich-rechtlichen Marktaufsicht.<sup>47</sup> Ebenfalls auf die Bedürfnisse (institutioneller) Investoren mit Portfoliostrategie zugeschnitten sind schließlich die 1998 verabschiedeten Reformen des AktG durch das KonTraG,<sup>48</sup> die zu einer weitreichenden Abschaffung von Mehrfachstimmrechten, Stimmrechtsbeschränkungen und anderer Hürden für einen Markt für Unternehmenskontrolle führten und ganz allgemein die Position von Minderheitsaktionären stärkten.<sup>49</sup> Das KonTraG brachte zudem Einschränkungen der Depotstimmrechtsmacht von Banken,<sup>50</sup> die einem Aufbrechen der Deutschland AG dienen sollten und somit mittelbar auch dem Schutz der Anleger vor Benachteiligungen aus unternehmensfremden Gründen. Darüberhinaus sollte der 2002 verabschiedete Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) die Führung deutscher Unternehmen für ausländische Investoren transparenter und attraktiver machen.<sup>51</sup> Schließlich wird ebenfalls 2002 mit dem WpÜG<sup>52</sup> eine umfassende Regelung öffentlicher Erwerbsangebote eingeführt und mit der Pflichtangebotsregel ein an Kapitalanlegerinteressen orientierter Schutz vor Mehrheitsmacht durch eine Austrittsoption installiert, der vom mitgliedschaftlich gedachten Konzept des Konzernrechts (Sicherung bei Verbleib im Verband bei schlichter Mehrheitsbeherrschung, §§ 311 ff. AktG) radikal abweicht.<sup>53</sup> Seither folgen die

---

<sup>46</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel vom 26.7.1994, BGBl. I S. 1749.

<sup>47</sup> Aus zeitgenössischer Sicht WEBER (1994).

<sup>48</sup> Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27. Apr. 1998, BGBl. I, S. 786.

<sup>49</sup> Vgl. zu diesem Aspekt RINGE (2010).

<sup>50</sup> Hierzu STEINER (1998); SCHMIDT (2009) 2352 f.

<sup>51</sup> Vgl. Ausführungen von Dr. Gerhard Cromme Vorsitzender der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance-Kodex anlässlich der Veröffentlichung des Entwurfs Deutscher Corporate Governance-Kodex vom 18.12.2001, <http://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/ausfuehrungen-von-dr-gerhard-cromme-70.html?file=files/dcgk/usercontent/de/download/2001/RedeDrCromme.pdf>.

<sup>52</sup> Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001, BGBl. I S. 3822.

<sup>53</sup> TRÖGER (2002).

zahlreichen Reformen im Kapitalmarktrecht im Wesentlichen dem Leitbild eines rational agierenden Portfolioinvestors (Minderheitsaktionärs). Naturgemäß verläuft die Entwicklung dabei nicht linear<sup>54</sup> und gerade in dezidiert kapitalmarktrechtlichen Regeln finden sich bedeutende Einsprengsel eines managerzentrierten, breiter gemeinwohlorientierten rheinischen Kapitalismus.<sup>55</sup>

- 17 Der Wandel kommt in der Judikatur am deutlichsten in der berühmten Siemens/Nold-Entscheidung des Bundesgerichtshofs<sup>56</sup> zum Ausdruck, die auf mitgliedschaftlichen Pflichtenbindungen (Treupflicht) gegründete Rechtsfortbildungen<sup>57</sup> in wichtigen Teilen zurücknimmt und dabei ausdrücklich auf die Bedürfnisse der Gesellschaften im Angesicht globalisierter Kapitalmärkte rekurriert.<sup>58</sup>
- 18 In der Literatur wird der Paradigmenwechsel auch durch programmatische Habilitationsschriften sichtbar,<sup>59</sup> die eine kapitalmarktorientierte Neuinterpretation der lex lata anstreben und weniger mit ihren einzelnen dogmatischen Thesen als vielmehr mit der methodischen (finanzwissenschaftlich informierten) Herangehensweise einflussreich sind. Insgesamt entwickelt sich ab Ende der 1990er Jahre das Kapitalmarktrecht vom Orchideenfach zum zentralen Betätigungsfeld der Unternehmensrechtler. Die angesagten Themen lauten Insiderhandel, Beteiligungstransparenz und Übernahmeangebote,<sup>60</sup> während die bis dahin verhandelten Topoi des Rechts der Kapitalausstattung<sup>61</sup> und des Konzernrechts als

---

<sup>54</sup> Erklärungen auf der Grundlage eines effizienzbasiereten, aber politökonomisch informierten Modells bei BEBCHUK/ROE (1999) 143-9, 151-3.

<sup>55</sup> Beispiel ist die sehr weitreichende Möglichkeit der Verwaltung, die Gesellschaft gegen feindliche Übernahmen zu verteidigen, § 33 Abs. 1 S. 2, 3. Var. WpÜG, die mit der „reinen Lehre“, des Aktionärsinteressen bedienenden Markts für Unternehmenskontrolle (oben Fn. 37) nicht ohne Weiteres vereinbar ist.

<sup>56</sup> BGH v. 23.6.1997 – II ZR 132/93, BGHZ 136, 133.

<sup>57</sup> BGH v. 19.4.1982 – II ZR 55/81, BGHZ 83, 319 (Holzmann).

<sup>58</sup> Scharf kritisch aus „klassisch“ verbandsrechtlicher Perspektive z.B. LUTTER (1998).

<sup>59</sup> V.a. MÜLBERT (1995).

<sup>60</sup> Exemplarisch steht die Publikationswelle im Zuge der Verabschiedung des WpÜG, die auch Vielzahl von Kommentierungen und systematischen Gesamtdarstellungen des neuen Gesetzes mündete, die zunächst in keiner Relation zu dessen praktischer Bedeutung stand, vgl. z.B. APFELBACHER (2002); ASSMANN/PÖTZSCH/SCHNEIDER (2005); BAUMS/THOMA (2002 et seq.); BECKMANN/KERSTING/MIELKE (2003); EHRICKE/EKKENGA/OECHSLER (2003); GEIBEL/SÜßMANN (2002); HAARMANN (2002); HIRTE (2003); SEMLER (2003); STEINMEYER (2002); ZSCHOCKE (2003).

<sup>61</sup> Dabei wird nicht verkannt, dass über das Konzept des Garantiekapitals durchaus und gerade in der ersten Dekade des 21. Jahrhunderts viel diskutiert wurde, dies allerdings v.a. unter dem rechtspolitischen

altbacken zurücktreten.<sup>62</sup> Dabei geht es nicht nur um einen Generationenkonflikt oder Schulenkrieg, in dem dogmatisch denkende Traditionalisten einer funktional, interdisziplinär ansetzenden neuen Strömung gegenüberstehen. Gleichwohl ist die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Kapitalmarktrecht – nicht zuletzt aufgrund der von Beginn an unverkennbaren, europäischen Präformierung der zentralen nationalen Rechtsakte<sup>63</sup> – weniger an einer dogmatischen Systematisierung des Rechtsstoffs, als an einer funktionalen Bewertung der geschaffenen bzw. entstehenden Regeln interessiert. Dem entspricht ein pan-europäischer Diskurs mit eigenen, thematisch fokussierten, englischsprachigen Fachzeitschriften (z.B. *European Business Organization Law Review*, *European Company and Financial Law Review*, und seit kurzem *Journal of Financial Regulation*). Der funktionale Ansatz dieses Diskurses erleichtert die Interdisziplinarität, die – soweit es um die Berücksichtigung Finanzwissenschaftlicher und (Institutionen-)Ökonomischer Einsichten geht – den *Mainstream* beherrscht.

#### **IV. Henne und Ei**

- 19 Die Frage nach den Ursachen der beobachteten Veränderungen im unternehmensrechtlichen Diskurs muss zunächst berücksichtigen, dass der Aufwertung des Kapitalmarktrechts eine gestiegene Bedeutung des Kapitalmarkts für die Unternehmensfinanzierung entspricht, der eine Folge des Aufbrechens der Deutschland AG darstellt (unten I)). Gleichzeitig wächst aber auch die Bedeutung des Kapitalmarkts für die private Vermögensbildung, weil die Teilhabe an der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung über staatliche Umverteilungssysteme immer stärker zurücktritt, woraus veränderte Handlungsanreize v.a. für maßgebliche politische Akteure entstehen: die Aufwertung des Kapitalmarktrechts erscheint bei dieser Betrachtung als eine Folge der

---

Aspekt der Effizienz des Systems und seinen relativen Vor- und Nachteilen im Verhältnis zu alternativen Gläubigerschutzsysteme, vgl. z.B. ENRIQUES/MACEY (2001); ARMOUR (2006); ENGERT (2006), die im Zuge des Wettbewerbs der (europäischen) Gesellschaftsordnungen, EIDENMÜLLER (2002), TRÖGER (2005), auf dem Radar auch national orientierter Autoren erschienen.

<sup>62</sup> Zum Auslaufen der konzernrechtlichen Publikationswelle z.B. DRYGALA (2013) ■■■.

<sup>63</sup> Vgl. nur die Börsenprospektrichtlinie 80/390/EWG (ABl. EG v. 17.4.1980 Nr. L 100, S. 1); die Beteiligungstransparenzrichtlinie 88/627/EWG (ABl. EG v. 17.12.1988, Nr. L 348, 62); Insiderhandelsrichtlinie 89/592/EWG (ABl. EG vom 18.11.1989, Nr. L 334, S. 30); Chronologie bei WILHELMI (2014).

für Unternehmen und Haushalte gewachsenen Bedeutung des Kapitalmarkts (unten II)). Im Licht dieser wirkmächtigen Verschiebungen im sozio-ökonomischen Umfeld kommt Erklärungsversuchen weniger Überzeugungskraft zu, die eine umgekehrte Richtung des Kausalverlaufs behaupten und die Aufwertung des Kapitalmarkts als eine Konsequenz von Veränderungen im institutionellen Umfeld, i.e. einer Verbesserung des Anlegerschutzes im Recht, deuten (unten III)). Die Aufwertung des Kapitalmarkts und der damit einhergehende Bedeutungszuwachs für das Kapitalmarktrecht erklären zwar die Verschiebung des Forschungsfeldes im Unternehmensrecht, genügen aber zur Beleuchtung der methodischen Veränderungen nicht hinreichend, die primär auf den durch vielfältige Kanäle wirkenden anglo-amerikanischen Einfluss auf die Denkweise deutscher Wissenschaftler zurückgehen (unten IV)).

#### **A. Das Aufbrechen der Deutschland AG**

- 20 Die Empirie zeigt eine erkennbar zunehmende Kapitalmarktorientierung deutscher (Groß-)Unternehmen, die v.a. durch eine höhere Zahl an Anlegeraktionären mit Splitterbeteiligungen und eine gesunkene Bankenmacht belegt wird.
- 21 So ist in den DAX30 Gesellschaften der Streubesitz (*free float*), d.h. alle Beteiligungen unter fünf Prozent bzw. solche, die von Vermögensverwaltern, Fonds, Kapitalanlagegesellschaften, Treuhand- und Pensionsgesellschaften gehalten werden, von 64,5 % im Jahr 2001 auf 82,6 % im Jahr 2009 angewachsen.<sup>64</sup> Für Gesellschaften, die im staatlich regulierten Börsensegment des damaligen Amtlichen Marktes notiert waren, ist ein Rückgang der Durchschnittsgröße (arithmetisches Mittel) des größten Stimmrechtsblocks von 59,76 % (Median 61,40%) im Jahr 1999 auf 52,62 % (Median 50,10%) im Jahr 2005 zu beobachten, wobei von diesem Trend lediglich Banken und Immobiliengesellschaften ausgenommen waren.<sup>65</sup> Der Rückgang der Konzentration wird schließlich dadurch bestätigt, dass 1999 noch 39,1% der Unternehmen einen

---

<sup>64</sup> BUNDESZENTRALE FÜR POLITISCHE BILDUNG (2010). Unterhalb des DAX bleiben die Anteilseignerstrukturen konzentrierter: der free float im MDAX lag bei 62 %, im SDAX bei 53%, und im TecDAX bei 67%, COMETIS AG AND IPREO LTD (2014) 6.

<sup>65</sup> WEBER (2009).

Blockaktionär mit mehr als 75% Stimmrechtsbeteiligung hatten, während dies im Jahr 2005 nur noch bei 31,6% der Gesellschaften der Fall war.<sup>66</sup>

- 22 In den 150 größten börsennotierten deutschen Unternehmen reduzierten die fünf größten deutschen Finanzinstitute – Allianz, Deutsche Bank, Commerzbank, Münchener Rück, und Bayerische Hypo-Vereinsbank – die Anzahl ihrer bedeutenden Beteiligungen (mit mehr als 5% Stimmrechten) deutlich von 128 im Jahr 1998 auf 20 im Jahr 2006.<sup>67</sup>

### **B. Perspektive der Angebotsseite: Kapitalmarktrecht als Folge einer (erzwungenen) doppelten Aufwertung des Kapitalmarkts**

- 23 Die verstärkte Ausrichtung deutscher Unternehmen auf eine Finanzierung an öffentlichen Kapitalmärkten lässt sich als Folge einer Veränderung des Geschäftsmodells der Banken verstehen, die sich spätestens seit Mitte der 1990er Jahre ihrerseits einem verschärften internationalen Wettbewerb um Investoren ausgesetzt sahen, in dem sich die niedrigen Margen im klassischen Kreditgeschäft – v.a. im Verhältnis zum profitableren Investmentbanking – als hinderlich erwiesen.<sup>68</sup> Die Gewinne, die mit dem Halten großer Aktienblöcke verbunden waren, gingen in den 1980er und 1990er Jahren kontinuierlich zurück.<sup>69</sup> Dies hängt nicht zuletzt mit der im internationalen Vergleich besonders ausgeprägt wachsenden<sup>70</sup> Internationalisierung der Anteilseigner deutscher Unternehmen zusammen,<sup>71</sup> die zu einer geringeren Effizienz (wechselseitiger) Überwachung innerhalb der „Deutschland AG“ führt.<sup>72</sup> Die Privatisierung staatlicher Banken, wie der Postbank, sowie die Entstehung von Internetbanken verstärkten zudem den Wettbewerb im klassischen Kreditgeschäft, der nicht zuletzt durch den Zugang ausländischer Banken zu Industriekunden ohnehin

---

<sup>66</sup> Ibid.

<sup>67</sup> ANDRES/BETZER/VAN DEN BONGARD (2011). Die beobachtete Verringerung des Einflusses von Banken wird auch durch andere Studien bestätigt, z.B. ONETTI/PISONI (2009) 60.

<sup>68</sup> Hierzu z.B. CIOFFI (2011) 146-147; HÖPNER/KREMPPEL (2005) 9-14.

<sup>69</sup> GORTON/SCHMID, (2000); FRICK/LEHMANN (2004).

<sup>70</sup> VAN DER ELST (2010), nach dessen Zahlen der Anstieg ausländischer Großaktionäre mit Beteiligungen von mehr als 5% zwischen 1999 und 2007 (von 12% auf 30%) in Deutschland stärker als in anderen Ländern ausfiel.

<sup>71</sup> Aktuelle Zahlen z.B. bei OHNE AUTOR (2011); SOMMER (2013).

<sup>72</sup> BEYER (1998).

intensiver geworden war.<sup>73</sup> Vor diesem Hintergrund schienen Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit Fusionen und Unternehmenskäufen höhere Gewinne zu versprechen. Um auf diesen Märkten aber als glaubwürdiger (neutraler) Vertreter der Interessen einzelner Unternehmen auftreten zu können, bedurfte es eines Signals der Unparteilichkeit der Universalbanken, das mit der Veräußerung großer Industriebeteiligungen gesendet werden konnte.<sup>74</sup> Der Konjunkturerinbruch als Folge der hohen Kosten der deutschen Einheit und die damit einhergehende Bankenkrise der 1990er Jahre erhöhte die Verkaufsanreize für die deutschen Banken, die mit den Veräußerungserlösen ihre Investmentabteilungen auch durch Akquisitionen stärkten.<sup>75</sup> Schließlich kam hinzu, dass auch die Legislative im Rahmen einer stärker auf eine Vermögensbildung privater Haushalte über öffentliche Kapitalmärkte setzenden Ausrichtung in der Sozialpolitik (siehe sogleich) die Bankeninteressen durch Steuererleichterungen konsistent mitbedienen konnte.<sup>76</sup> Das gestiegene Interesse deutscher Unternehmen an öffentlichen Eigen- und Fremdkapitalmärkten stellt sich somit als Ausweichbewegung dar, um die durch den Rückzug der Banken entstandene Klemme in der Unternehmensfinanzierung zu lösen.

- 24 Das Erschließen alternativer Finanzierungsquellen wird dadurch erleichtert, dass parallel v.a. im Bereich der Altersvorsorge eine Abkehr von Umverteilungssystemen und eine Hinwendung zur kapitalbasierten Vorsorge stattfindet, durch die mehr Kapital für Investitionen statt für Konsum zur Verfügung steht.<sup>77</sup> Insoweit sind zunächst die Umwälzungen im U.S.-amerikanischen System in den 1970er und 80er Jahren von zentraler Bedeutung, weil durch diese riesige Mengen anlagesuchenden Kapitals

---

<sup>73</sup> HIMMELMANN (2007).

<sup>74</sup> STREECK (2009); ALEXANDER EL ALAOU (2012) 87.

<sup>75</sup> VITOLS (2005).

<sup>76</sup> Nach § 8b Abs. 2 KStG a.F. wurden Gewinne aus der Veräußerung von Eigenkapitalanteilen an inländischen Gesellschaften bei der veräußernden Körperschaft mit 40% besteuert. Der Übergang zum Halbeinkünfteverfahren durch das Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (StSenkG) vom 23.10.2000 (BGBl. I vom 26.10.2000, S. 1460) begünstigte die ab diesem Zeitpunkt verstärkt zu beobachtende Veräußerung großer Blöcke, wie sie in der Deutschland AG sowohl von Industrieunternehmen als auch von Banken gehalten worden waren, vgl. BECHT/BOEHMER (2003) 4; GOERGEN/MANJON/RENNEBOOG (2008) 189; RÜNGER (2014) 65-85; WEBER (2009). Zu zeitlich früheren, strukturell aber ähnlichen Impulsen in Großbritannien CHEFFINS (2008) 321-7.

<sup>77</sup> Vgl. dazu auch GORDON (2004) 171.

erzeugt wurden,<sup>78</sup> dessen Verwalter ihre Präferenzen einer anlegerorientierten Corporate Governance und Kapitalmarktregulierung effektiv durchzusetzen wussten.<sup>79</sup> Es ist eine logische Folge der auf den vorherrschenden finanzwissenschaftlichen Theorien<sup>80</sup> beruhenden Anlagestrategien, dass die aus verbesserter Informationstechnologie und Globalisierung der Finanzmärkte folgenden, transnationalen Diversifikationsmöglichkeiten auch genutzt werden. Hierdurch kommt es zu einem Export der entsprechenden Vorstellungen der Vermögensverwalter zum effektiven Investorenschutz auch durch Kapitalmarktrecht. Diese treffen auf geneigte politische Agenten: weil Umverteilungssysteme zunehmend weniger zur Herstellung sozialer Gerechtigkeit genutzt werden (sollen), muss eine Partizipation am steigenden Wohlstand der Volkswirtschaften anderweitig sichergestellt werden.<sup>81</sup> Insoweit bietet sich naturgemäß die Teilhabe über eine Beteiligung am öffentlich gehandelten Produktivkapital an, für die die Grundbedingungen geschaffen werden müssen.<sup>82</sup> Die Entwicklungen in den USA werden in Deutschland mit einer Zeitverzögerung von ca. 20 Jahren nachvollzogen. Entscheidend ist, dass als Folge einer kapitalmarktbasierter Altersvorsorge die Interessen der Mittelklasse in vielerlei Hinsicht stärker von einer anlegerorientierten Regelung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht abhängen, als von einer Arbeitnehmerorientierung im Unternehmensrecht.<sup>83</sup> Da insoweit v.a. die Interessen der (unteren) Mittelklasse betroffen sind, besteht eine breite politische

---

<sup>78</sup> Insoweit geht es v.a. um die vielfältigen Anreize, von Betriebsrenten mit festem Auszahlungsanspruch (defined benefit plan) auf Pensionssysteme mit festen Einzahlungen - und offenem Auszahlungsanspruch – (defined contribution plan) umzustellen, vgl. GELTER (2013) 929-31.

<sup>79</sup> Dazu eingehend GELTER (2013) 921-36. Für den hier interessierenden Aspekt ist allerdings auch von Bedeutung, dass in den USA auch Altersvorsorgesysteme mit festen Auszahlungsansprüchen auf den Ausbau des Anlegerschutzes drängen können, soweit man ihnen Investitionen in entsprechende Kapitalmarktpapiere gestattet: so sind in den USA die aktivsten Fonds im Bereich des Anlegerschutzes gewerkschaftliche oder staatliche Altersvorsorgeeinrichtungen mit fixen Auszahlungsverpflichtungen, *ibid.* S. 954-63.

<sup>80</sup> Maßgeblich sind die Portfoliotheorie, MARKOWITZ (1952), und das darauf aufbauende Preismodell für Kapitalgüter (Capital Asset Pricing Modell, CAPM), LINTNER (1965), SHARPE (1964), MOSSIN (1966).

<sup>81</sup> Speziell zur U.S.-amerikanischen Entwicklung, die auch zu einer politisch induzierten Förderung von kreditfinanziertem Wohneigentum der wenig vermögenden Gesellschaftsschichten und damit einem der Auslöser der Finanzkrise führte, RAJAN (2010) 21-44.

<sup>82</sup> Insoweit ist die hier entwickelte Erklärung kompatibel mit dem rein funktionalen law and finance-Ansatz, dazu sogleich unten D.III), akzentuiert die Kausalität aber anders, weil der staatliche „Impuls von außen“ im Mittelpunkt steht.

<sup>83</sup> Zu dieser Verschiebung in den Präferenzen der Arbeitnehmer GOUREVITCH/SHINN (2005) 220-1.

Machtbasis für entsprechende Wechsel in den Regelungsparadigmen,<sup>84</sup> weil nicht zuletzt die Klientel von Parteien links von der Mitte und der Gewerkschaften betroffen ist.<sup>85</sup> Auch die Begünstigung der Beteiligungsveräußerung durch das StSenkG (oben) fügt sich in diesen Paradigmenwechsel auf der linken Seite des politischen Spektrums, weil weniger konzentrierte Anteilseignerstrukturen die Liquidität der Märkte erhöht, auf denen die Altersvorsorgeinvestitionen und entsprechende Entnahmen getätigt werden. In diesen Kontext passt schließlich auch die Privatisierung ehemaliger Staatsunternehmen, soweit sie zur Schaffung von „Volksaktien“ führt, unabhängig von wirtschaftsliberalen, ordnungspolitischen Vorstellungen zu einer niedrigen Staatsquote.

### **C. Perspektive der Nachfrageseite: Kapitalmarktrecht als Ursache einer Aufwertung des Kapitalmarkts?**

- 25 Die hier favorisierte Erklärung für den Aufschwung des Kapitalmarktrechts zum zentralen Gegenstand der Unternehmensrechtswissenschaft setzt bei einem Impuls von außen an, der aus einem doppelten Bedeutungszuwachs des Kapitalmarkts resultiert. Die immer detailliertere rechtliche Verfassung des Marktes und die immer breitere Durchdringung der entsprechenden Normbestände folgt also aus der anderweitig induzierten, sozio-ökonomischen Entwicklung.
- 26 Im Gegensatz dazu stehen v.a. in der Finanzwissenschaft wirkmächtige Erklärungsmodelle, die die Marktentwicklung als Folge starker Institutionen interpretieren: erst effektiver Anlegerschutz (durch Kapitalmarktrecht) erlaubt massenweise Investitionen in Effekten, sodass tiefe und liquide Märkte als Konsequenz der – v.a. in Volkswirtschaften des common law Rechtskreises – bestehenden Institutionen des Anlegerschutzes entstehen.<sup>86</sup> Auch wenn die starke Kausalitätsthese dieser *law and finance*-Literatur auf viel berechtigte Kritik gestoßen ist,<sup>87</sup> bleibt doch eine wichtige Erkenntnis, die mit der hier entwickelten Hypothese verbunden werden kann: zumindest für den langfristigen Erfolg von Kapitalmärkten ist der adäquate Schutz

---

<sup>84</sup> Dazu z.B. DIGNAM/GALANIS (2009) 66-70., *The Globalization of Corporate Governance*, 2009, S. 66-70.

<sup>85</sup> GELTER (2013) 949-50.

<sup>86</sup> Vgl. v.a. LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SHLEIFER/VISHNY (1997); DIES. (1998); DIES. (2006).

<sup>87</sup> Vgl. z.B. SPAMANN (2010).

der Interessen von Investoren durch das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht entscheidend und wird von diesen auch in der Preisbildung honoriert.<sup>88</sup> Vor diesem Hintergrund kann von einer sich wechselseitig verstärkenden Entwicklung ausgegangen werden: sobald öffentliche Kapitalmärkte eine zentrale Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung erlangt haben, besteht ein umfassendes Interesse aller Marktbeteiligten an einem adäquaten rechtlichen Schutz, das sich in einer verstärkten Beschäftigung auch der politischen Akteure und der Wissenschaft mit Kapitalmarktrecht übersetzt.

#### **D. Folgen in der Rechtswissenschaft**

- 27 Während die Schwerpunktverschiebung weg vom mitgliedschaftlich konzipierten Binnenorganisationsrecht des Unternehmens hin zum Recht der Finanzierungsbeziehungen und –märkte eine ohne weiteres einleuchtende Folge der Aufwertung des Kapitalmarkts und seiner rechtlichen Verfassung darstellt, bedürfen die methodischen Veränderungen einer eigenständigen Erklärung. An deren Anfang steht der europäische Einfluss zur Verwirklichung des Binnenmarktziels der EU.<sup>89</sup> Dieses umfassende Rechtsvereinheitlichungsprogramm, das z.B. im Aktionsplan Finanzdienstleistungen von 1999 zum Ausdruck kommt,<sup>90</sup> zielt in den hier interessierenden Rechtsgebieten auf die Schaffung eines „level playing field“, auf dem Investoren und Gläubiger, die mit Unternehmen anderer Mitgliedstaaten interagieren, nach einheitlichen Standards geschützt werden.<sup>91</sup> Prototypisch sind grenzüberschreitend tätige, institutionelle Investoren, in der Regel mit Portfoliostrategie.
- 28 Die derart funktional begründete Teleologie des gesamten Rechtsgebiets eröffnet vielversprechende Möglichkeiten, einer Rekonstruktion einzelner Normzwecke entlang

---

<sup>88</sup> Vgl. hierzu sowohl aus theoretischer als auch empirischer Perspektive BEBCHUK (1999); BLACK (2001); SHLEIFER/WOLFENZON (2002); STULZ (2009).

<sup>89</sup> Intellektuelles Rückgrat ist die ökonomische Standardtheorie, nach der Marktintegrationen zu Effizienzgewinnen und verstärktem Wettbewerb führen, was wiederum Unternehmen dazu zwingt, sich zu spezialisieren, vgl. z.B. GILSON/WHITEHEAD (2008) 240.

<sup>90</sup> Mitteilung der Kommission, Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens vom 11.5.1999, KOM(1999)232.

<sup>91</sup> Vgl. ARMOUR/RINGE (2011).

ökonomischer und finanzwissenschaftlicher Standardtheorien.<sup>92</sup> Ein derart überpositiver Ansatz macht zudem sprechfähig im internationalen, von dogmatischen Besonderheiten positiver Rechtsordnungen und deren Methoden gelösten Diskurs. Er eröffnet damit Karriereperspektiven durch wissenschaftliche Innovation, nicht nur national – wo zum Teil der (adaptierende) Gedankenimport ausreicht – sondern auch im europäischen Kontext.<sup>93</sup> Die Entwicklung wird durch die U.S.-Erfahrung einer großen Zahl von im Kapitalmarktrecht aktiven Wissenschaftlern begünstigt, die zu einer Vertrautheit mit den einschlägigen ökonomischen Konzepten und ihrer Anwendung auf zentrale Rechtsfragen führt. Der vorbildhafte U.S.-amerikanische Diskurs ist zudem auch an deutschen Universitäten über die einschlägigen Online-Plattformen für Arbeitspapiere (Social Science Research Network, bepress, ideas etc.) quasi in Echtzeit verfügbar.

## V. Entpolitisierung?

- 29 Weder die Verschiebung des Forschungsgegenstands noch der Methodenwandel haben zu einer Entpolitisierung der Unternehmensrechtswissenschaft geführt. Zwar erscheinen die besonders wirkmächtigen, ökonomischen Kapitalmarkttheorien – insbesondere das Preismodell für Kapitalgüter,<sup>94</sup> die Hypothese informationseffizienter Kapitalmärkte,<sup>95</sup> aber auch der jüngst populäre verhaltenswissenschaftlich informierte Gegenentwurf der behavioral finance<sup>96</sup> – rein deskriptive sozialwissenschaftliche Beschreibungen der Wirklichkeit darzustellen. Das Einlassen auf die entsprechenden Axiome und Prämissen ist aber nicht voraussetzungsfrei. So ist es eine politische Entscheidung, die Debatte um die Zielfunktion der Gesellschaften und ihrer Organe, also um den Vorrang der Anteilseignerinteressen (shareholder primacy), vor allem als eine solche über die effiziente Organisation von Unternehmen zu führen.<sup>97</sup> Ebenso liegt es, wenn staatliche Intervention zwar zugelassen wird, aber im Wesentlichen nur um

---

<sup>92</sup> Hierzu allgemein auch TRÖGER (2012) 61-7.

<sup>93</sup> Bedeutendes Beispiel für eine gesamteuropäisch attraktive, funktionale Ausrichtung in der Forschung war in jüngerer Zeit der Wechsel von HORST EIDENMÜLLER von München nach Oxford.

<sup>94</sup> Oben Fn. 80.

<sup>95</sup> Hier nur FAMA (1970). Zur Bedeutung aus juristischer Sicht GILSON/KRAAKMAN (1984); GILSON/KRAAKMAN (2012).

<sup>96</sup> Z.B. SHLEIFER (2000); auch ZINGALES (2010).

<sup>97</sup> Vgl. oben B. II).

die effiziente Allokation der Ressource Kapital zu gewährleisten.<sup>98</sup> Der erkennbare Gegensatz zu den Debatten der 1970er und 1980er Jahre, nicht nur um die Unternehmensmitbestimmung, liegt darin, dass z.B. Gesichtspunkte der Verteilungsgerechtigkeit ausgeblendet werden. Auch wenn in rechtstheoretischen Arbeiten, die breite Beachtung finden, eine Legitimation des Effizienzziels als normativer Maßstab der Rechtswissenschaft weitgehend zurückgewiesen wird,<sup>99</sup> beherrscht die wohlfahrtsökonomische Zielbestimmung den wissenschaftlichen Diskurs im Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Die Ausrichtung an reinen Effizienzüberlegungen, die einer vermeintlich unaufhaltsame Deregulierungskraft des globalisierten Kapitalmarkts geschuldet ist, bleibt allerdings selbst aus der Binnenperspektive unvollständig: sie vernachlässigt die Möglichkeit einer politischen Gegenreaktion, durch die allzu simple wohlfahrtsökonomische Kalküle verfehlt werden können.<sup>100</sup>

- 30 Für eine gewisse Zeit sah es so aus, dass die Finanz- und Staatsschuldenkrise den Rückschwung des Pendels bedeuteten. Ethik und Moral wurden in der Ökonomie und der Jurisprudenz wiederentdeckt,<sup>101</sup> die existierende Regulierung des Finanzsystems und die zugrundeliegenden Paradigmen eines Investorenkapitalismus wurden zumindest in Teilen auch von Vertretern des Mainstream in Frage gestellt,<sup>102</sup> aus dieser Erkenntnis motivierte, groß angelegte Reformprojekte wurden initiiert, um Regulierung und Aufsicht eine prominentere Rolle zu verschaffen („Rückkehr des Staates“).<sup>103</sup> Bevor jedoch diese Debatten die Auseinandersetzung mit dem geltenden (Kapitalmarkt-)Recht nachhaltig beeinflussen konnten, scheint zumindest auf europäischer Ebene bereits die erneute 180 Grad Wendung eingeleitet zu sein, um das unzulängliche (kreditfinanzierte)

---

<sup>98</sup> Für die Standardtheorie LEDYARD (2008).

<sup>99</sup> Vgl. v.a. EIDENMÜLLER (1995).

<sup>100</sup> Richtungsweisen ROE (1998).

<sup>101</sup> Vgl. z.B. HELLWIG (2010) E 9-10.

<sup>102</sup> Exemplarisch aus der U.S.-amerikanischen Debatte DALLAS (2012); GREENFIELD (2011) 629-30.

<sup>103</sup> Die Zusammensetzung der von zentralen Institutionen wie der europäischen Kommission eingesetzten Expertengruppen verdeutlicht, dass kein fundamentaler Umschwung im Raum stand. Die Mandate der Expertengruppen waren aber durchaus so formuliert, dass ihre Empfehlungen nicht auf kosmetische Reformen beschränkt bleiben sollten und auch nicht blieben, vgl. HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU (2009) 16-42; HOCHRANGIGE EXPERTENGRUPPE FÜR STRUKTURREFORMEN IM EU-BANKENSEKTOR (2012) 88-109.

Wirtschaftswachstum anzuregen. Die sog. Kapitalmarktunion<sup>104</sup> ist zumindest in Teilen auch ein Rückbauprogramm der als zu weitgehend betrachteten Post-Krisen-Reformen, die dafür sorgen soll, die Kräfte des Kapitalmarkts möglichst ungehindert wirken zu lassen. Das Kapitalmarktrecht wird zukünftig folglich eher an Bedeutung gewinnen, ohne dass ein radikaler Wandel der normativen oder methodischen Grundlagen zu seiner wissenschaftlichen Analyse zu erwarten wäre. Gleichzeitig ist aber auch der Diskurs um die zutreffende Balance der Interessen aller Betroffenen nicht aufgrund einer inhärenten, ökonomischen Logik beendet, der das Rechtsgebiet zu folgen hätte.

---

<sup>104</sup> EUROPÄISCHE KOMMISSION (2015).

## VI. Bibliographie

- ALBERT, MICHEL (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Paris: Éditions du Seuil.
- ANDRES, CHRISTIAN, ANDRÉ BETZER & INGA VAN DEN BONGARD (2011), *Das Ende der Deutschland AG*, Kredit und Kapital 44, 185.
- APFELBACHER, GABRIELE (2002), *German Takeover Law*, München: Beck.
- ARMOUR, JOHN (2006), *Legal Capital: an Outdated Concept*, in: *European Business Organization Law Review* 7, 5.
- ASSMANN, HEINZ-DIETER, NATHALIE BASALDUA, FRIEDRICH BOZENHARDT, MARTIN PELZER (1990), *Übernahmeangebote*, Berlin: de Gruyter.
- ASSMANN, HEINZ-DIETER, THORSTEN PÖTZSCH, UWE H. SCHNEIDER (2005), *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Köln: Otto Schmidt
- BADURA, PETER (1974), *Der Regierungsentwurf eines Mitbestimmungsgesetzes – Verfassungsrechtliche Einwände*, *Zeitschrift für Arbeitsrecht* 5, 357.
- BAINBRIDGE, STEPHEN M. (1996), *Participatory Management Within a Theory of the Firm*, in: *Journal of Corporation Law* 21, 657.
- BAUMS, THEODOR & KENNETH E. SCOTT (2005), *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, in: *American Journal of Comparative Law* 53, 31.
- BAUMS, THEODOR, GEORG THOMA (2002 et seq.), *WpÜG*, Köln: RWS.
- BEBCHUK, LUCIAN A. (1999), *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7203, <http://www.nber.org/papers/w7203>.
- BEBCHUK, LUCIAN A., MARK J. ROE (1999), *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, in: *Stanford Law Review* 52, 127.
- BECHT, MARCO, AILSA RÖELL (1999), *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, in: *European Economic Review* 43, 1049.
- BECHT, MARCO, EKKEHART BOEHMER (2001), *Ownership and voting power in Germany*, in: BARCA, FABRIZIO, MARCO BECHT (eds.), *The Control of Corporate Europe*, London: Oxford University Press 2001, 128.
- BECHT, MARCO, EKKEHART BOEHMER (2003), *Voting control in German corporations*, in: *International Review of Law and Economics* 23, 1.
- BECKMANN, RALPH, MARK OLIVER KERSTING, WERNER MIELKE (2003), *Das neue Übernahmerecht*, München: Beck.
- BERLE, JR., ADOLF A. (1931), *Corporate Powers as Powers in Trust*, in: *Harvard Law Review* 44, 1049.
- BERLE, JR., ADOLF A. (1932), *For whom Corporate Managers are Trustees: A Note*, in: *Harvard Law Review* 45, 1365.
- BERLE, JR., ADOLF A., GARDINER MEANS (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.

- BEYER, JÜRGEN (1998), *Managerherrschaft in Deutschland? "Corporate Governance" unter Verflechtungsbedingungen*, Berlin: Springer.
- BLACK, BERNARD S. (2001), *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, in: *University of California at Los Angeles Law Review* 48, 781.
- BLAIR, MARGARET M., LYNN A. STOUT (1999), *A Team Production Theory of Corporate Law*, in: *Virginia Law Review* 85, 247.
- BOEHMER, EKKEHART (2002), *Who Controls German Corporations?*, in: MCCAHERY, JOSEPH A., PIET MOERLAND, THEO RAAIJMAKERS, LUC RENNEBOOG (eds.), *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford: Oxford University Press 2002, 268.
- BRINKMANN, TOMAS (1983), *Unternehmensinteresse und Unternehmensrechtsstruktur*, Frankfurt: Peter Lang.
- BUNDESZENTRALE FÜR POLITISCHE BILDUNG (2010), *Aktionärsstruktur von DAX-Unternehmen*, <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52596/aktionaersstruktur-dax>.
- CHEFFINS, BRIAN R. (2001), *The Metamorphosis of "Germany Inc.": The Case of Executive Pay*, in: *American Journal of Comparative Law* 49: 497.
- CHEFFINS, BRIAN R. (2008), *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford: Oxford University Press.
- CIOFFI, JOHN W. (2011), *Public Law and Private Power: Corporate Governance Reform in the Age of Finance Capitalism*, Ithaca: Cornell University Press.
- COMETIS AG AND IPREO LTD (2014), *Wem gehört der börsennotierte Mittelstand? Eine Analyse der Struktur des institutionellen Aktienstreubesitzes in MDAX, SDAX und TecDAX*, <http://www.cometis.de/publikationen/studien.html>.
- DALLAS, LYNNE L. (2012), *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in: *Journal of Corporate Law* 37, 265.
- DAVIS, GERALD F. (2009), *Managed by the Markets: How Finance Reshaped America*, Oxford: Oxford University Press.
- DAVIS, GERALD F. (2011), *The twilight of the Berle and Means corporation*, in: *Seattle University Law Review* 34, 1121.
- DODD, JR., MERRICK (1932), *For Who Are Managers Trustees?*, in: *Harvard Law Review* 45, 1145.
- DIGNAM, ALAN & MICHAEL GALANIS (2009), *The Globalization of Corporate Governance*, Farnham: Ashgate.
- DRYGALA, TIM (2013), *Europäisches Konzernrecht: Gruppeninteresse und Related Party Transactions*, in: *Die Aktiengesellschaft* 58, 198-210.
- EDWARDS, JEREMY, MARCUS NIBLER (2000), *Corporate governance in Germany: The role of banks and ownership concentration*, in: *Economic Policy* 32, 239.

- EDWARDS, JEREMY, ALFONS J. WEICHENRIEDER (1999), Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany, CESifo Working Paper No. 193, [http://ideas.repec.org/p/ces/ceswps/\\_193.html](http://ideas.repec.org/p/ces/ceswps/_193.html).
- EHRICKE, ULRICH, JENS EKKENGA, JÜRGEN OECHSLER (2003), WpÜG, München: C.H.Beck.
- EIDENMÜLLER, HORST (1995), Effizienz als Rechtsprinzip, Tübingen: Mohr.
- EIDENMÜLLER, HORST (2002), **Wettbewerb der Gesellschaftsrechte in Europa: Zugleich Besprechung des Urteils des Europäischen Gerichtshofs vom 5.11.2002 in der Rechtssache C-208/00 (Überseering)**,  
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 23 , 2233
- EL ALAOUI, ALEXANDER (2012), When Europe Hits Home: How Europeanization Triggers the Conflict of Capitalism in the German System of Corporate Control, 2012 Claremont-UC Undergraduate Research Conference on the European Union, Article 8, <http://scholarship.claremont.edu/urceu/vol2012/iss1/8>.
- ELSAS, RALF (2004), Universal Banks and Relationships with Firms, in: KRAHNEN, JAN PIETER, REINHARD H. SCHMIDT (eds.), The German Financial System, Oxford: Oxford University Press 2004, 197.
- ENGERT, ANDREAS (2006), Life Without Legal Capital: Lessons from American Law, in: Lutter, Marcus (ed.), Legal Capital in Europe, Berlin: de Gruyter 2006, S. 646.
- ENRIQUES, LUCA, JONATHAN R. MACEY (2001), Creditors versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules, in: Cornell Law Review 86, 1165.
- EUROPÄISCHE KOMMISSION (2015), Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_de.pdf)
- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (2014), Is Europe Overbanked? (Report of the Scientific Advisory Committee No. 4/2014), [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports\\_ASC\\_4\\_1406.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_4_1406.pdf).
- EUROPEAN MODEL COMPANY ACT (2013), Chapter 16. Introduction, [http://law.au.dk/fileadmin/Jura/dokumenter/CHAPTER\\_16\\_GROUPS\\_OF\\_COMPANIES.pdf](http://law.au.dk/fileadmin/Jura/dokumenter/CHAPTER_16_GROUPS_OF_COMPANIES.pdf) (Oct. 10, 2013)
- FACCIO, MARA, LARRY H.P. LANG (2002), The ultimate ownership of Western European corporations, in: Journal of Financial Economics 65, 365.
- FAMA, EUGENE (1970), Efficient Capital Markets, in: Journal of Finance 25, 383-417.
- FRANKS, JULIAN R., COLIN P. MAYER (2001), Ownership and control of German corporations, Review of Financial Studies 14, 943.
- FRICK, BERND, ERIK LEHMANN (2004), Corporate governance in Germany: ownership, codetermination and firm performance in a stakeholder economy, in: Gospel, Howard, Andrew Pendleton (eds.), Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison, Oxford: Oxford University Press 2004, 122.

- FOHLIN, CAROLINE (2005), The History of Corporate Ownership and Control in Germany, in: MORCK, RANDALL (ed.), A History of Corporate Governance around the World, Chicago: University of Chicago Press 2005, 223.
- GEIBEL, STEPHAN, RAINER SÜßMANN (2002), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, München: Beck.
- GELTER, MARTIN (2013), The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy, in: Seton Hall Law Review 43, 909.
- GILSON, RONALD J., REINIER H. KRAAKMAN (1984), The Mechanisms of Market Efficiency, in: Virginia Law Review 70, 549.
- GILSON, RONALD J. & REINIER H. KRAAKMAN (2012), Market Efficiency After the Fall: Where Do We Stand Following the Financial Crisis?, in: Hill, Claire A. & Bret H. McDonnell (eds.), Research Handbook On The Economics Of Corporate Law, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2012, 456.
- GILSON, RONALD J. & CHARLES K. WHITEHEAD (2008), Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets, in: Columbia Law Review 108, 231.
- GOERGEN, MARC MIGUEL C. MANJON, LUC RENNEBOOG (2008), Recent developments in German corporate governance, in: International Review of Law and Economics 28, 175.
- GOETTE, WULF (1998), Einige Aspekte des Eigenkapitalersatzrechts aus richterlicher Sicht, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 162, 223.
- GORDON, JEFFREY N. (2004), The international relations wedge in the corporate convergence debate, in: Gordon, Jeffrey N., Mark J. Roe (eds.), Convergence and Persistence in Corporate Governance, Cambridge: Cambridge University Press 2004, 161.
- GORTON, GARY, FRANK A. SCHMID (2000), Universal banking and the performance of German firms, in: Journal of Financial Economics 58, 29.
- GOUREVITCH, PETER ALEXIS, JAMES J. SHINN (2005), Political Power and Corporate Control, Princeton: Princeton University Press.
- GREENFIELD, KENT (2011), The Puzzle of Short-Termism, in: Wake Forest Law Rev. 46, 627.
- GROSSMAN, SANFORD J., OLIVER D. HART (1980), Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, in: Bell Journal of Economics 11, 42.
- GROßMANN, ADOLPH (1980), Unternehmensziele im Aktienrecht, Köln: Heymanns.
- HACKETHAL, ANDREAS, REINHARD H. SCHMIDT, MARCEL TYRELL (2006), The transformation of the German financial system, in: Revue d'économie politique 116, 431.
- HALL, PETER A., DAVID SOSKICE (2001), Varieties of Capitalism, Oxford: Oxford University Press.
- HANSMANN, HENRY, RAINIER KRAAKMAN (2001), The End of History for Corporate Law, in: Georgetown Law Journal 89, 439.
- HAARMANN, WILHELM (2002), Öffentliche Übernahmeangebote, Heidelberg: Recht und Wirtschaft.
- HELLWIG, MARTIN (2010), Finanzkrise und Reformbedarf, in: Verhandlungen des 68. Deutschen Juristentags 2010, München: C.H.Beck.

- HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU (2009), Report, Brüssel, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf).
- HIMMELMANN, GERHARD (2007), Wandlung des „Modells Deutschland“ zur „Shareholder-Gesellschaft“: Die „Deutschland AG“ im Prozess der Globalisierung/Internationalisierung. Ansatzpunkte einer politischen Wirtschafts- und Gesellschaftslehre, Working Paper 2007, <https://www.tu-braunschweig.de/Medien-DB/isw/wandlung-des-modells-deutschland.pdf>.
- HIRTE, HERIBERT (2003), Kölner Kommentar zum WpÜG, Köln: Heymanns.
- HOCHRANGIGE EXPERTENGRUPPE FÜR STRUKTURREFORMEN IM EU-BANKENSEKTOR (2012), Schlussbericht, [http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/high-level_expert_group/report_de.pdf).
- HÖPNER, MARTIN, LOTHAR KREMPPEL (2004), The Politics of the German Company Network, in: Competition and Change 8, 339.
- HÖPNER, MARTIN, LOTHAR KREMPPEL (2005), Ein Netzwerk in Auflösung: Wie die Deutschland AG zerfällt, in: Jahrbuch des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung 2003/04, Köln: Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung.
- HOMMELHOFF, PETER (1982), Die Konzernleitungspflicht, Köln: Heymanns.
- HOPT, KLAUS J. (1975), Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München: C.H. Beck.
- HOPT, KLAUS J. (2011), Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, in: American Journal of Comparative Law 59, 1.
- HÜFFER, UWE (2005), Das Leitungsermessen des Vorstands in der Aktiengesellschaft, in: DAMM, REINHARD, PETER W. HEERMANN, RÜDIGER VEIL (Hrsg.), Festschrift für Thomas Raiser, Berlin: De Gruyter 2005, S. 163.
- JENSEN, MICHAEL C., WILLIAM H. MECKLING (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: Journal of Financial Economics 3, 305.
- KAHAN, MARCEL, EHUD KAMAR (2002), The Myth of State Competition in Corporate Law, in: Stanford Law Review 55, 679.
- KORT, MICHAEL (2012), Vorstandshandeln im Spannungsverhältnis zwischen Unternehmensinteresse und Aktionärsinteresse, in: Die Aktiengesellschaft 57, 605.
- KHURANA, RAKESH (2010), From Higher Aims to Hired Hands: The Social Transformation of American Business Schools and the Unfulfilled Promise of Management as a Profession, Princeton: Princeton University Press, 3d ed.
- KROPF, BRUNO (1965), Aktiengesetz, Düsseldorf: Verlagsbuchhandlung des Instituts der Wirtschaftsprüfer.
- KÜBLER, FRIEDRICH, WALTER SCHMIDT, SPIROS SIMITIS (1978), Mitbestimmung als gesetzgebungspolitische Aufgabe, Baden Baden: Nomos.
- LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, ROBERT W. VISHNY (1997), Legal Determinants of External Finance, in: Journal of Finance 52, 1131.

- LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, ROBERT W. VISHNY (1998), Law and Finance, in: 106 Journal of Political Economy 106, 1113.
- LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, ROBERT W. VISHNY (2006), What Works in Securities Laws, in: Journal of Finance 61, 1.
- LEDYARD, JOHN O. (2008), Market Failure, in: Durlauf, Steven N., Lawrence E. Blume (eds.), The New Palgrave Dictionary of Economics, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- LETZEL, HANS-JOACHIM (2001), Das Pflichtangebot nach Übernahmekodex – mit Vorausschau auf das Pflichtangebot nach dem ÜbG, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 3, 260.
- LINTNER, JOHN (1965), The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: The Review of Economics and Statistics, 47, 13.
- LUTTER, MARCUS (1998), Zum Bezugsrechtsausschluß bei der Kapitalerhöhung im Rahmen des genehmigten Kapitals, in: Juristenzeitung 53, 50.
- MANNE, HENRY G. (1965), Mergers and the Market for Corporate Control, in: Journal of Political Economy 73, 110.
- MARKOWITZ, HARRY M. (1952), Portfolio Selection, in: The Journal of Finance 7, 77.
- MAYER, COLLIN (1988), New issues in corporate finance, in: European Economic Review 32, 1167.
- MERTON, ROBERT C., ZVI BODIE (1995), A Framework for Analyzing the Financial System, in: Crane, Dwight B., Kenneth A. Froot, Scott P. Mason, André Perold, Rober C. Merton, Zvi Bodie, Erik R. Sirri, Peter Tufano (eds.), The Global Financial System: A Functional Perspective, Boston: Harvard Business School Press 1995, 3.
- MOSSIN, JAN (1966), Equilibrium in a Capital Asset Market, in: Econometrica 34, 768.
- MÜLBERT, PETER O. (1995), Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, München: C.H.Beck.
- MÜLBERT, PETER O. (2005), Marktwertmaximierung als Unternehmensziel der Aktiengesellschaft, in: Crezelius, Georg, Heribert Hirte, Klaus Vieweg (Hrsg.), Festschrift für Volker Röhrich, Köln: Otto Schmidt
- NEYE, HANS-WERNER (1994), Die Reform des Umwandlungsrechts, in: Der Betrieb 48, 2069.
- NÖRR, KNUT-WOLFGANG (2008), Ein Gegenstand der Reflexion: Die Aktiengesellschaft in den Schriften Franz Kleins, Rudolf Hilferdings, Walther Rathenaus, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 172, 133.
- OHNE AUTOR (2011), Auf welche Dax-Aktien Ausländer schwören, in: Handelsblatt vom 21.1.2011, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/aktien/aktien-im-fokus/aktionaersstruktur-auf-welche-dax-aktien-auslaender-schwoeren/3768564.html>.
- ONETTI, ALBERTO, ALESSIA PISONI (2009), Ownership and Control in Germany: Do Cross-Shareholdings Reflect Bank Control on Large Companies?, in: Corporate Ownership and Control, 6, 54.

- PRIGGE, STEFAN (1998), A Survey of German Corporate Governance, in: HOPT, KLAUS J., HIDEKI KANDA, MARK J. ROE, EDDY WYMEERSCH & STEFAN PRIGGE (eds.), Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research , Oxford: Oxford University Press 1998, 943.
- RAISER, THOMAS (1975), Grundgesetz und paritätische Mitbestimmung, Berlin: de Gruyter.
- RAJAN, RAGHURAM G. (2010), Fault Lines, Princeton: Princeton University Press.
- RAJAN, RAGHURAM G. & LUIGI ZINGALES (2003) The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, in: Journal of Financial Economics 69, 5.
- RATHENAU, WALTHER (1917), Von kommenden Dingen, Berlin: S.Fischer.
- RINGE, WOLF-GEORG (2010), Deviations from Ownership-Control Proportionality—Economic Protectionism Revisited, in: BERNITZ, ULF, WOLF-GEORG RINGE (Hrsg.), Company Law and Economic Protectionism – New Challenges to European Integration, Oxford: Oxford University Press 2010, 209
- RINGE, WOLF-GEORG (2014), Changing Law and Ownership Patterns in Germany (Oxford Legal Studies Research Paper No. 42/2014), <http://ssrn.com/abstract=2457431>.
- ROE, MARK J. (1994), German „Populism“ and the Large Public Corporation, in: International Review of Law and Economics 14, 187.
- ROE, MARK J. (1998), Backlash, in: Columbia Law Review 98, 217.
- ROMANO, ROBERTA (2005) After the Revolution in Corporate Law, in: Journal of Legal Education 55, 342.
- RÜNGER, SILKE (2014), The Effect of the Repeal of the German Corporate Capital Gains Tax, Berlin: Springer.
- SCHMIDT, JESSICA (2009), Banken(voll)macht im Wandel der Zeit, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 63, 2350.
- SCHWERDTFEGGER, GUNTHER (1972), Unternehmerische Mitbestimmung und Grundgesetz, Frankfurt am Main: Athenäum.
- SEMLER, JOHANNES (2003), Das neue Übernahmerecht, München: C.H.Beck.
- SHARFMAN, BERNARD S. (2013), Shareholder Wealth Maximization and Its Implementation Under Corporate Law, in: Florida Law Review 65, 389.
- SHARPE, WILLIAM F. (1964), Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, in: Journal of Finance 19, 425.
- SHLEIFER, ANDREI (2000), Inefficient Markets, Oxford: Oxford University Press.
- SHLEIFER, ANDREI, DANIEL WOLFENZON (2002), Investor Protection and Equity Markets, in: Journal of Financial Economics 66 3 (2002)
- SOMMER, ULF (2013), Der Dax geht fremd, in: Handelsblatt vom 25.9.2013.
- SPAMANN, HOLGER (2010), The 'Antidirector Rights Index' Revisited, Review of Financial Studies 43, 467.
- STEINER, CLAUS (1998), Depotstimmrecht der Banken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 51 , 550.
- STEINMEYER, ROLAND (2002), WpÜG, Berlin: Erich Schmidt.

- STOUT, LYNN A. (2005), Takeovers and the Ivory Tower: How Academics Are Learning Martin Lipton May Be Right, in: *Business Lawyer* 60, 1435.
- STOUT, LYNN A. (2007), The Mythical Benefits of Shareholder Control, in: *Virginia Law Review* 93, 789.
- STOUT, LYNN A. (2012), *The Shareholder Value Myth*, San Francisco: Berrett-Koehler.
- STREECK, WOLFGANG (2009), *Re-Forming Capitalism: Institutional Change in the German Political Economy*, Oxford: Oxford University Press.
- STRINE, JR., LEO E. (2012), Our Continuing Struggle with the Idea that For-Profit Operations Seek Profit, in: *Wake Forest Law Review* 47, 135.
- STULZ, RENÉ M. (2009), Securities Laws, Disclosure, and National Capital Markets in the Age of Financial Globalization, in: *Journal of Accounting Research* 47, 349.
- TRIES, HERMANN JOSEF (1991), *Verdeckte Gewinnausschüttungen im GmbH-Recht*, Köln: Otto Schmidt.
- TRÖGER, TOBIAS (2002), Unternehmensübernahmen im deutschen Recht (II), in: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht* 12, 397.
- TRÖGER, TOBIAS (2005), Choice of Jurisdiction in European Corporate Law: Perspectives of European Corporate Governance, *European Business Organization Law Review* 6, 3.
- TRÖGER, TOBIAS (2012), *Arbeitsteilung und Vertrag*, Tübingen: Mohr Siebeck.
- VAN DER ELST, CHRISTOPH (2010), Are Shareholder Rights Appealing to Foreign Shareholders? In: Grundmann, Stefan, Brigitte Haar, Hanno Merkt, Peter O. Mülbert, Marina Wellenhofer (Hrsg.), *Festschrift für Klaus J. Hopt*, Berlin: de Gruyter 2010, 629.
- VITOLS, SIGURT (2005), Changes in Germany's Bank-Based Financial System: implications for corporate governance, in: *Corporate Governance: An International Review* 13, 386.
- WEBER, ANKE (2009), An empirical analysis of the 2000 corporate tax reform in Germany: Effects on ownership and control in listed companies, in: *International Review of Law and Economics* 29, 57.
- WEBER, MARTIN (1994), Deutsches Kapitalmarktrecht im Umbruch, in: *Neue Juristische Wochenschrift* 47, 2849.
- WILHELMI, RÜDIGER (2014), Entwicklungslinien des europäischen Kapitalmarktrechts, in: *Juristenzeitung* 69, 693-703.
- WINDOLF, PAUL, MICHAEL NOLLERT (2001), Institutionen, Interessen, Netzwerke. Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich, in: *Politische Vierteljahresschrift* 42, 51.
- ZÖLLNER, WOLFGANG (1963), *Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht*, München: C.H. Beck.
- ZSCHOCKE, CHRISTIAN (2003) *Bad Homburger Handbuch zum Übernahmerecht*, Heidelberg: C.F.Müller.
- ZINGALES, LUIGI (2010), Learning to Live with Not-So-Efficient Markets, in: *Deadalus* 139, 31-40.