

Bernhard Pellens

# Aktionärsschutz im Konzern

Empirische und theoretische Analyse  
der Reformvorschläge der Konzernverfassung

Juristische Gesamtbibliothek  
Technische Universität Darmstadt

**GABLER**

356538

# Inhaltsverzeichnis

## ERSTES KAPITEL

### PROBLEMSTELLUNG, AUFBAU UND ABGRENZUNG DER UNTERSUCHUNG

I. Problemstellung	1
II. Aufbau der Untersuchung	6
III. Abgrenzung der Untersuchung	12

## ZWEITES KAPITEL

### RECHTLICHE KONSEQUENZEN DER KONZERNBILDUNG FÜR DIE AKTIONÄRE DES MUTTERUNTERNEHMENS

I. Zum Konzernbegriff	14
II. Geschichtliche Entwicklung der Konzernbildung und des Anlegerschutzes im Konzern	18
1. Anlegerschutz im Konzern von 1870 bis 1929	21
2. Anlegerschutz im Konzern von 1930 bis 1937	26
3. Anlegerschutz im Konzern von 1938 bis 1965	31
4. Anlegerschutz im Konzern von 1966 bis 1989	37
5. Zusammenfassung	45
III. Kompetenzgefüge im Konzern als Ursache einer veränderten Rendite-Risiko-Position der Aktionäre	46
1. Rechtsstellung der Aktionäre in der börsennotierten Aktiengesellschaft	46
a) Vermögensrechte	48
b) Herrschaftsrechte	49
c) Informationsrechte	51
2. Veränderung der Rechtsstellung der Aktionäre des Mutterunternehmens durch Konzernbildung	52
a) Potentielle Aushöhlung der Herrschaftsrechte	52
aa) Strukturentscheidungsrechte	54
bb) Einflußentscheidungsrechte	56
cc) Finanzentscheidungsrechte	58
b) Veränderung der Informationsrechte	64

3. Änderungen in der Rendite-Risiko-Position	70
a) Risiken aus zusätzlichen Manager-Eigner-Konflikten	71
aa) Veränderung des Überinvestitionsrisikos im Konzern	71
bb) Zusätzlich Möglichkeiten zum Managementkonsum im Konzern	73
cc) Veränderung des risikoscheuen Investitionsverhaltens	74
b) Risiken aus zusätzlichen Eigner-Eigner-Konflikten	75
c) Risiken aus zusätzlichen Eigner-Gläubiger-Konflikten	77
d) Renditeerwartungen	79
4. Zusammenfassung	82

### **DRITTES KAPITEL**

#### **BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHE UND JURISTISCHE VORSCHLÄGE ZUR AUSDEHNUNG DES ANLEGERSCHUTZES IM MUTTERUNTERNEHMEN**

I. Vorschläge zu einer Veränderung des Kompetenzgefüges zwischen Aktionären und Management	85
1. Konzernbildungs- und Konzernweiterungskompetenz	85
a) Vorschläge in der Literatur	85
b) Vorschläge im Rahmen der Harmonisierung des europäischen Gesellschaftsrechts	90
c) Vorschlag im EUmwG	91
2. Konzernleitungskompetenz	95
a) Änderungen der Gewinnermittlung und der Gewinnverwendungskompetenz	95
aa) Rechtsfortbildung bei der Gewinnverwendung	96
bb) Gesetzliche Änderung der Gewinnermittlung	101
b) Eigenkapitalveränderungskompetenz	105
3. Konzernauflösungskompetenz	109
II. Vorschläge zur Stärkung der Informations- und Kontrollmöglichkeiten	110
1. Handelsrechtliche Informations- und Kontrollinstrumente	110
2. Börsenrechtliche Informations- und Kontrollinstrumente	114
III. Zusammenfassung	116

**VIERTES KAPITEL**  
**EMPIRISCHE RELEVANZ DER VORSCHLÄGE ZUM AKTIONÄRSSCHUTZ**  
**IM MUTTERUNTERNEHMEN**

I. Aufbau der empirischen Untersuchung	119
1. Einbezogene Mutter- und Einzelunternehmen	120
2. Untersuchungszeitraum	122
3. Merkmale der untersuchten Konzerne	122
II. Einschränkung der Verfügungsrechte	126
1. Zielsetzung der Untersuchung	126
2. Beteiligung an der Konzernbildung und Konzernerweiterung	127
3. Beteiligung an der Gewinnverwendung	128
4. Einschränkung in der Eigenkapitalver- änderungskompetenz	137
5. Zusammenfassung der Ergebnisse	143
III. Veränderung des Informationsstandes	144
1. Zielsetzung der Untersuchung	144
2. Ansätze zur Messung eines vergleichbaren Informationsstandes	145
3. Aufbau der Untersuchung	147
a) Bereinigung der Aktienrenditen	148
b) Hypothesenbildung über das Anlegerverhalten	152
4. Untersuchungsergebnisse	156
a) Ergebnisse für die Einzelunternehmen	156
b) Ergebnisse für die Mutterunternehmen	158
5. Zusammenfassung der Ergebnisse	161
IV. Veränderung der Eigner-Gläubiger-Position	162
1. Zielsetzung der Untersuchung	162
2. Pyramiden-Effekt des Eigenkapitals	162
3. Fremdkapitalkosten	167
4. Zusammenfassung der Ergebnisse	168
V. Abschließende Beurteilung und Eingrenzung der weiteren Untersuchung	170

**FÜNFTES KAPITEL**  
**ÖKONOMISCHE ANSÄTZE ZUR BEGRÜNDBARKEIT EINES**  
**ERWEITERTEN ANLEGERSCHUTZES IM KONZERN**

I. Hinlänglichkeit der vorliegenden Begründungsansätze	173
1. Analogieschlüsse aus dem AktG über situations- abhängige Aktionärsschädigungen	174
2. Regelungsbedarf wegen allgemeiner Schädigungs- möglichkeiten bei der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt	176
a) Vernachlässigung eventueller Spezialisierungs- vorteile und direkter Kontrollanreize	177
b) Vernachlässigung externer Kontrolle über Kontrollmärkte	179
3. Unvollständigkeit der vorliegenden Argumentationen	182
II. Ökonomische Theorieansätze für eine Analyse des Konzernrechts	184
1. Institutionelle mikroökonomische Gleichgewichtsansätze	188
a) Ansätze zur Verteilung von Verfügungsrechten	189
aa) Property-Rights- und Transaktionskostenansätze	189
bb) Chicagoer ökonomische Analyse des Rechts	196
b) Principal-Agent-Ansätze	199
c) Zusammenfassung	205
2. Institutionelle prozeßorientierte Ansätze	207
3. Zusammenfassung und Eingrenzung der weiteren Untersuchung	212

**SECHSTES KAPITEL**  
**AUSWIRKUNGEN DER REFORMVORSCHLÄGE AUF DEN AKTIENMARKT ALS**  
**KONTROLLMARKT**

I. Funktionsweise des Kontrollmarktes	215
II. Konzernbildung und Aktienmarktkontrolle	219
1. Einfluß auf die Kapitallenkungsfunktion	219
2. Einfluß auf den Innenfinanzierungsspielraum	225

III. Auswirkungen einer konzernweiten Gewinnermittlung und Gewinnverwendung	231
1. Verminderung der Innenfinanzierung durch planmäßige Ausschüttungsänderungen	235
a) Änderungen in der ausgewiesenen Erfolgshöhe	235
b) Änderungen in der Gewinnausschüttung	241
2. Veränderte Risiko- und Informationsposition der Aktienmarktteilnehmer	243
a) Reduktion der konzernspezifischen Risiken	244
b) Informationswirkungen und Dividendenkontinuität	249
VI. Auswirkungen einer konzernweiten Eigenkapitalveränderungskompetenz	258
1. Irrelevanz der Zustimmungsbefähigung und des Bezugsrechts	258
2. Börseneinführung eines Tochterunternehmens und Aktienmarkt	265
a) Marktvervollständigung durch zusätzliche $\mu$ - $\sigma$ -Elemente	267
b) Intensivierung der Kapitalmarktkontrolle	271
c) Auswirkungen auf den internen Kapitalmarkt	277
3. Aktienmarktreaktionen auf die Börseneinführung von Tochterunternehmen	280
a) Aufbau der Untersuchung	280
b) Untersuchungsergebnisse	282
4. Zustimmungsbefähigung und verlängertes Bezugsrecht der Aktionäre des Mutterunternehmens	293
a) Rendite-Risiko-Vorteile der Aktionäre des Mutterunternehmens	294
b) Vermögensverluste durch Underpricing	300
c) Auswirkungen auf die Kontrollwirkungen	309
d) Auswirkungen auf den Innenfinanzierungsspielraum	311

**SIEBENTES KAPITEL**  
**ZUSAMMENFASSUNG UND RECHTSPOLITISCHE SCHLUßFOLGERUNGEN**

I. Zusammenfassung der Ergebnisse	314
II. Rechtspolitische Schlußfolgerungen zur konzernweiten Gewinnverwendungskompetenz der Aktionäre des Mutterunternehmens	320
III. Rechtspolitische Schlußfolgerungen zur konzernweiten Eigenkapitalveränderungskompetenz der Aktionäre des Mutterunternehmens	326
Anhang	331
Literaturverzeichnis	333